

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

Sektörler Bazında İncelemeler-I

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu



 ÖZGÜR
YAYINLARI

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

Sektörler Bazında İncelemeler-I
(2018-2022)

Editörler:

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu



Published by
Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.
Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep
☎ +90.850 260 09 97
📞 +90.532 289 82 15
🌐 www.ozgurayinlari.com
✉ info@ozgurayinlari.com

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları Sektörler Bazında İncelemeler-I (2018-2022)

Financial Analysis Applications in Borsa Istanbul: Sector-Based Reviews I

Editörler: Doç. Dr. Yunus Kılıç • Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan • Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu

Language: Turkish
Publication Date: 2023
Cover design by Mehmet Çakır
Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0
Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-975-447-750-4

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub140>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Kılıç, Y. (ed), Buğan, M. F. (ed), Bayraktaroğlu, A. (ed) (2023). *Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları Sektörler Bazında İncelemeler-I*. Özgür Publications. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub140>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozgurayinlari.com/>



Önsöz

Yatırımcılar ve finans uzmanları için stratejik bilgi, mevcut ekonomik ortamda akıllıca yatırım seçimlerinin temel taşıdır. “Borsa İstanbul’da Finansal Analiz Uygulamaları” başlıklı bu editoryal kitap, okurlarını finansal analizin derinlikleriyle buluşturarak Borsa İstanbul’un sektörel dinamiklerini analiz etmeyi amaçlıyor.

Her bir bölüm, belirli bir sektöre odaklanarak sektördeki kritik dinamikleri açıklıyor. Sektörün genel yapısı, büyüklüğü, önemli oyuncular ve gelecek projeksiyonları konularında derinlemesine bir analiz sunuluyor. Ayrıca, sektörde faaliyet gösteren önde gelen şirketlerin mali tabloları, oran analizi yöntemleri kullanılarak detaylı bir şekilde inceleniyor. Oran analizi, likidite, kârlılık, borç yapısı gibi kritik unsurları değerlendirerek şirketlerin finansal sağlığına dair önemli bilgiler sunuyor.

Kitap, mali tablo analizi konusundaki temel kavramları anlamak isteyen herkes için özel bir vurgu yaparak, örnek sektör analizlerinden elde edilen önemli öğretilerle okuyuculara pratik bilgiler sunmayı amaçlıyor. Finansal analizde sağlam bir temel oluşturmak isteyenler için bu kitap, sektörel perspektifler ve analitik becerilerle dolu bir rehber sunuyor.

“Borsa İstanbul’da Finansal Analiz Uygulamaları: Sektörler Bazında İncelemeler” adlı bu kitap hem finansal uzmanlar hem de yeni başlayanlar için, Türkiye’nin dinamik ekonomisinde yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve riskleri yönetmek için güçlü bir araç olacaktır.

Bu kitabın ortaya çıkmasında katkıda bulunan bölüm yazarlarımıza, değerli bilgi ve deneyimlerini paylaştıkları için, içten teşekkürlerimizi sunarız. Sektörel analizlerindeki derin perspektifleri ve metodolojik yaklaşımlarıyla kitabın bilimsel zenginliğine katkıları yadsınamaz. Son olarak bu uzun sürecin her aşamasında desteklerini esirgemeyen Özgür Yayınları’na ve grafiker Mehmet Çakır’a teşekkür ederiz.

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu

Preface

Strategic knowledge for investors and financial experts is the cornerstone of wise investment choices in the current economic environment. By introducing readers into the depths of financial analysis, this editorial book titled “Financial Analysis Applications in Borsa Istanbul” seeks to completely analyze the sectoral dynamics of Borsa Istanbul.

Each chapter focuses on a specific sector and explains the critical dynamics in the sector. An in-depth analysis is presented on the general structure of the sector, its size, important players and future projections. Additionally, the financial statements of leading companies operating in the sector are examined in detail using ratio analysis methods. Ratio analysis provides important information about the financial health of companies by evaluating critical elements such as liquidity, profitability and debt structure.

The book aims to provide readers with practical information through important learnings derived from sample sector analyses, with a special emphasis on anyone who wants to understand the basic concepts of financial statement analysis. For those looking to build a solid foundation in financial analysis, this book offers a guide packed with industry perspectives and analytical skills.

This book, titled “Financial Analysis Applications in Borsa Istanbul: Sector-Based Reviews”, will be a powerful tool for both financial experts and beginners to evaluate investment opportunities and manage risks in Turkey’s dynamic economy.

We would like to express our sincere gratitude to our chapter authors who contributed to the creation of this book for sharing their valuable knowledge and experiences. Their contribution to the scientific richness of the book is undeniable with their deep perspectives and methodological approaches in sectoral analysis. Finally, we would like to thank Özgür Press and graphic designer Mehmet Çakır for their support at every stage of this long process.

Editors

Assoc. Prof. Yunus Kılıç

Assoc. Prof. Mehmet Fatih Buğan

Professor Ali Bayrakdaroğlu

İçindekiler

Önsöz	iii
Preface	v

Bölüm 1

Finansal Analiz 	1
<i>Yunus Kılıç</i>	
<i>Mehmet Fatih Buğın</i>	


Bölüm 2

Otomotiv Sektörü Finansal Analizi 	15
<i>Serdar Yaman</i>	
<i>Turhan Korkmaz</i>	


Bölüm 3

Enerji Sektörü Finansal Analizi 	43
<i>Kemal Faruk Yazgan</i>	
<i>Şakir Sakarya</i>	

Bölüm 4

Gıda, İçecek ve Tütün Sektörü Finansal Analizi 	67
<i>Yusuf Tepeli</i>	
<i>Ali Bayrakdaroğlu</i>	

Bölüm 5

Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım Sektörü Finansal Analizi 	85
<i>Haşim Bağcı</i>	

İçindekiler

Bölüm 6

- Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü Finansal Analizi  109
Yunus Emre Kabraman


Bölüm 7

- Oteller ve Lokantalar Sektörü Finansal Analizi  131
Emre Arslan

Bölüm 8

- Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Finansal Analizi  163
Salih Aydın

Bölüm 9

- Finansal Kiralama ve Faktoring Sektörü Finansal Analizi  185
Abmet Çakmak

Bölüm 10

- Holding Sektörü Finansal Analizi  207
Yaşar Şahin

Bölüm 11

- Aracı Kurumlar Sektörü Finansal Analizi  229
Ali Ulvi Özgül

Bölüm 12

- Perakende Ticaret Sektörü Finansal Analizi  253
Ayşegül Ciğer
Bülent Kınay

Finansal Analiz

Yunus Kılıç¹

Mehmet Fatih Buğan²

Özet

Finansal analiz, bir işletmenin finansal durum ve performansını değerlendirmek ve derinlemesine yorumlamak açısından oldukça önemlidir. Finansal analiz genel olarak işletmenin finansal sağlığı ve geleceği hakkında fikir vermektedir. Bu bölümde, finansal analizin amaçlarına, önemine ve finansal analiz tekniklerine yer verilmiştir. Bu kapsamda, dikey analiz, yatay analiz ve trend analizine teorik olarak kısaca değinilmiş ve oran analizi detaylı bir biçimde incelenmiştir. Oran analizi başlığında likidite, faaliyet, mali yapı, kârlılık ve borsa performans oranlarından uygulamada en sık kullanılanlar hesaplama yöntemleri ve yorumlamalarıyla ele alınmıştır. Bölüm, finansal analiz yapılırken dikkat edilmesi gereken unsurlara değinilerek sonlandırılmıştır.

1. Giriş

Finansal ya da mali analiz, bir işletmenin bir ya da birden fazla dönemine ait finansal tablo kalemlerinin birbirleriyle ve bütünüle olan ilişkilerinin çeşitli analiz teknikleri yardımıyla incelenmesi, analiz edilmesi ve yorumlanması işlemleri olarak tanımlanabilir. Finansal analiz yapılırken işletmenin finansal tablo verilerinin yanı sıra sektörün durumu, faaliyet gösterilen ülkenin ekonomik göstergeleri, dünyadaki ekonomik göstergeler gibi işletmenin gelecek yıllarını etkileyebilecek değişkenlerin de hesaba katılması önem arz etmektedir. Finansal analiz bir işletmenin hem geçmiş dönemlerdeki finansal durum ve performansını gösterir hem de geleceğe yönelik projeksiyon oluşturulması açısından fayda sağlar. Finansal analiz, işletmeler için çeşitli nedenlerden dolayı çok önemli bir rol oynar:

Finansal durum ve performans değerlendirmesi: Finansal analiz bir işletmenin finansal açıdan ne düzeyde sağlıklı olduğunu değerlendirmenin en temel yoludur. İşletmenin sahip olduğu varlıkları, borçları, özkaynağı, geliri, gideri, maliyetleri, kârı ya da zararı gibi temel finansal göstergelerini ve bu kalemlerle ilişkili diğer finansal kalemleri analiz ederek işletmenin finansal durumu ve performansı hakkında detaylı bilgi sahibi olunabilir.

Karar verme süreçleri: Finansal analiz işletmelerin finansal durum ve performansları ile ilgili geçmiş ve cari yıllar için derin bir bilgi sunduğundan bu bilgilere dayanarak geleceğe yönelik stratejik finansal kararlar alınmasına yardımcı olur. Yüksek maliyetlerin azaltılması, verimliliğin artması, yatırımların finansmanında kullanılacak kaynağın belirlenmesi, satış hacminin artırılması gibi kararlar genel olarak finansal analiz sonuçlarına dayanır. Ayrıca işletmeler, finansal analiz

1 Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, yunuskilic@akdeniz.edu.tr, ORCID: 0000-0002-9758-5118

2 Doç. Dr., Gaziantep Üniversitesi, mfbugan@gantep.edu.tr, ORCID: 0000-0001-9027-9532

çıktılarına dayanarak finansal hedefler belirler. Bu hedefler, işletmenin büyüme, kârlılık, likidite ve diğer finansal açılardan ne tür sonuçlar elde etmeyi amaçladığını belirtir.

Bütçeleme: Birçok işletme finansal faaliyetleri içerisinde çeşitli bütçeler yapmaktadır. Finansal analiz kısa, orta ve uzun vadeli bütçe hazırlanmasında temel yol göstericilerden bir tanesidir.

Yatırım kararları: Finansal analiz işletmeler tarafından yapılabildiği gibi bireysel ya da kurumsal yatırımcılar tarafından da yapılabilir. Borsaya kote işletmeler faaliyet raporları vasıtasıyla finansal tablolarını paylaştıklarından finansal analiz tüm ilgililer tarafından yapılabilir. Dolayısıyla temel analizin temelini oluşturan finansal analiz yardımıyla yatırımcılar bilinçli bir biçimde yatırım kararlarını alabilirler.

Kredi kararları: Finansal analizi kullanan bir diğer paydaş bankalar başta olmak üzere kredi kuruluşlarıdır. Kredi verenler işletmenin kredibilitesini ya da kredi riskini ölçmek amacıyla finansal analizden yararlanır. Bu gerekçeyle, hem mevcut müşterilerinin performans seyirlerini görmek hem de yeni müşterileri finansal açıdan tanımak amacıyla kredi verenler finansal analize başvurur.

Özetlenecek olursa finansal analiz işletmelerin performans değerlemesi yapmaları, finansman sağlamaları, stratejik finansal kararlar almaları ve sürdürülebilir büyüme planları oluşturmaları açısından kritik bir öneme sahiptir.

2. Finansal Analiz Teknikleri

Belirli kriterler çerçevesinde düzenlenen finansal tablolar, çeşitli finansal analiz teknikleri kullanılarak ve karşılaştırmalar yapmak suretiyle analiz edilir ve işletmenin finansal durumu, borç ödeme yeteneği, kârlılığı ve verimliliği gibi konular hakkında bilgiler sunar. Genel olarak finansal analizde kullanılan teknikler dört grupta incelenir. Bunlar;

- Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)
- Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)
- Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)
- Oran Yöntemi ile Analiz (Rasyo Analizi)

Bu bölümde, kitabımızın amacı doğrultusunda oran analizi alt oran gruplarıyla teorik olarak detaylı bir biçimde anlatılmaktadır. Diğer analiz türleri hakkında bilgi vermek ve genel olarak kullanım alanlarını belirtmek amacıyla oran analizi dışında yer alan analizler hakkında da kısaca bilgiler sunulmuştur.

2.1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Yatay analiz olarak da adlandırılan karşılaştırmalı tablolar analizi, bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ait finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan hesap kalemlerinin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişikliklerin incelenerek değerlendirilmesidir. Dönemler itibarıyla oluşan değişikliklerin hem tutar hem de yüzde olarak incelenmesi önem arz etmektedir. Değişimlerin sadece tutar ya da sadece yüzde olarak incelenmesi, değişimin işletmeler açısından öneminin gözden kaçırılmasına ya da gerekenden fazla önemli görülmesine neden olabilir. Yatay analiz tek bir dönem için yapılamaz, en az iki dönem gereklidir. Bu nedenle, dinamik bir analiz türüdür.

Karşılaştırmalı tablolar analizi sabit baz yöntemi ve hareketli baz yöntemi olmak üzere iki türlü yapılabilir. Sabit baz yönteminde bir dönem baz dönem olarak kabul edilir ve sonraki dönemler bu dönemle kıyaslanır. Hareketli baz yönteminde ise birbirini takip eden dönemler kıyaslanır. Genel olarak analizlerde hareketli baz yöntemi kullanılır.

Karşılaştırmalı tablolar analizinin başarılı olabilmesi için;

- Karşılaştırmaya tabi tutulan dönemler eşit uzunlukta olmalı,
- Finansal tablolar aynı muhasebe ilke ve politikalarına göre düzenlenmiş olmalı,
- Finansal tablolarda yer alan rakamlar için enflasyon düzeltmesi yapılmalıdır.

2.2. Yüzde Yöntemi ile Analiz (Dikey Analiz)

Dikey analiz olarak da adlandırılan yüzde yöntemi ile analiz, işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin toplam ya da grup içindeki paylarının yüzdesel olarak dağılımının ve ağırlığının tespit edilmesinde kullanılır. Tek bir dönem için yapılabilen dikey analiz statik bir analiz türüdür. Dikey analiz statik bir analiz türü olmakla birlikte aynı işletmenin birden fazla dönemine ait finansal tabloları dikey analize tabi tutulup karşılaştırıldığında bu analiz dinamik bir analize dönüşebilir. Dikey analiz bilanço için yapıldığında, toplam varlıklar (kaynaklar) kalemi 100 olarak kabul edilir ve bilanço kalemlerinin toplam varlık ya da kaynak içerisindeki yüzdesi bulunur. Gelir tablosu için yapıldığında, net satışlar kalemi 100 olarak kabul edilir ve gelir tablosu kalemlerinin net satışlar içerisindeki önemi ortaya konulur.

Dikey analiz tekniğinin diğer analiz tekniklerine göre iki önemli üstünlüğü vardır:

- Diğer analiz tekniklerinde finansal tablolarda yer alan kalemlerin toplam içerisindeki yerini görebilmek mümkün değilken; dikey analiz her bir kalemin toplam içerisindeki payını yüzdesel olarak vermektedir.
- Finansal tablo kalemlerindeki değişiklikler sadece rakamsal olarak ifade edildiğinde, aynı sektörde yer alan farklı büyüklükteki işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmalar yapmak mümkün değil iken; dikey analiz çok farklı ölçekteki işletmelerin dahi kıyaslanabilmesini mümkün kılmaktadır.

2.3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi ile Analiz (Trend Analizi)

Trend analizi olarak da adlandırılan eğilim yüzdeleri yöntemi, işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin dönemler arasında göstermiş olduğu artış ya da azalışları saptayarak bu değişikliklerin temel yıla göre oransal önemlerini ortaya koyar ve böylece işletmenin gelişme yönü belirlenir. Trend analizi, işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının uzun dönemdeki eğilimini ortaya koyan bir analiz yöntemidir. Yöntem, birden fazla dönemi içerdiğinden dinamik bir analiz türü olarak sınıflandırılır. Yöntemde, analize dahil edilen bir yıl temel (baz) yıl olarak belirlenir ve o yıla ait tutarlar endeks gibi kabul edilerek 100 alınır. İzleyen yıllarda hesap kalemlerinin baz yıla göre yüzde olarak değişimi hesaplanır. Dolayısıyla her bir hesap kaleminin baz yıla göre yüzdesel değişim trendi uzun vadeli olarak izlenebilir. Bu yöntemde birbiriyle ilişkili kalemlerin trendleri grafikler içerisinde çizilerek görsel olarak da kolay bir biçimde yorumlanabilir.

Trend analizi tekniğinin başarılı olabilmesi için aşağıdaki unsurlara dikkat edilmesi gerekmektedir:

- Finansal tablolar aynı muhasebe ilke ve politikalarına göre düzenlenmiş olmalı,
- Temel yıl her açıdan (işletme, sektör, ülke) aşırılıkların olmadığı normal bir yıl olmalı,
- Özellikle küçük tutarlı finansal kalemlerin mutlak tutarlarına bakılarak da yorum yapılmalı, aksi takdirde yüzdesel trendlerde çok büyük oynaklıklar gözlemlenebilir,
- Uzun dönemlere ait veriler analize dahil edilmeli (asgari 5 yıl gibi).

2.4. Oran Analizi (Rasyo Analizi)

Oran analizi, finansal tablolarda yer alan birbiriyle ilişkili kalemlerin birbirlerine oranlanarak matematiksel olarak değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. Oran analizi rasyo analizi olarak da adlandırılmaktadır. Oran analizi, finansal tablolar analizi kapsamında en yaygın olarak kullanılan analiz tekniğidir. Bu analiz tekniğinde, finansal tablolar arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi ya da katı olarak belirtilmektedir. Bu oranlamalar sonucunda işletmenin borç ödeme yeteneği, borçlanma düzeyi, varlıklarının verimliliği, kârlılık durumu ve finansman yapısı gibi durumları hakkında yorum yapılabilir. Oranlar genel olarak tek bir döneme ait veriler üzerinden hesaplanabilir. Bu açıdan oran analizi, statik bir analiz türü olarak değerlendirilir. İşletmenin geçmiş yıllarına ait hesaplanan oranlar ile kıyaslama yaparak dinamik bir analiz gerçekleştirmek de mümkündür.

Oran analizinden beklenen faydanın sağlanabilmesi için oranların iyi yorumlanması ve oranlar arasındaki ilişkinin doğru tespit edilmesi gerekmektedir. Oranların işletmenin amaçlarıyla örtüşerek yorumlanmasında bazı kıstaslardan faydalanılması zorunludur. Yani hesaplanan oranların yorumu için dayanak noktalarına ihtiyaç vardır. Örneğin, cari yıl için hesaplanan oranlar işletmenin geçmiş yıllarına ait oranlarla kıyaslanarak işletmenin geldiği nokta hakkında daha anlamlı yorumlar yapılabilir. Ya da işletme için hesaplanan oranlar sektör oranları ya da rakip işletmelere ait oranlarla kıyaslanarak işletmenin durumu objektif bir biçimde yorumlanabilir. Bir başka kıstas ise genel kabul görmüş ölçülerdir.

Oran analizinin başarılı olması için aşağıdaki hususlara dikkat edilmesi gerekmektedir:

- Oranları tek tek değerlendirmek yerine ilişkili oranları birlikte değerlendirip yorumlamak gerekmektedir.
- Çok sayıda oran hesaplamak bilgi karmaşasına neden olabilir, bu nedenle amaç doğrultusunda az fakat firmanın finansal durumunu daha net ortaya koyabilecek şekilde oranların hesaplanmasına dikkat edilmelidir.
- Geçmiş yıllara göre oluşan değişikliklerin nedenlerini irdelemek gerekmektedir.
- Mevsimsel etkiler ya da enflasyondan kaynaklanabilecek etkiler dikkate alınmalıdır.
- Faaliyette bulunulan sektörün optimal finansal oranlarından faydalanılmalıdır.

Oran analizi kapsamında birçok oran grubundan söz edilebilir. Bu sınıflandırmanın nedeni her bir oran grubunun işletmenin farklı bir yönünü finansal açıdan ele almasıdır. Literatürde oran yöntemi ile analizde sıklıkla kullanılan rasyolar beş başlık altında sıralanabilir:

- Likidite oranları
- Faaliyet (Etkinlik) oranları
- Mali yapı oranları

- Kârlılık oranları
- Piyasa (Borsa) performans oranları

2.4.1. Likidite oranları

Likidite oranları, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini (borçlarını) karşılama gücünü gösteren oranlardır. Ödeme gücünün tespitinde, işletmenin kısa vadeli borçları ile dönen varlıkları arasındaki ilişkiler analiz edilir. İşletmelerin parasal açıdan ödeme gücünü gösteren ve bilançonun vade uyumunun sağlanması noktasında dönen varlıklar ile kısa vadeli kaynakların örtüşmesi pratiğine dayanan likidite oranları, esasen işletmelerin “likit” olup olmadığını ortaya koymaktadır. Likidite oranları grubunda genel olarak üç temel oran hesaplanır ve yorumlanır: cari oran, asit-test (likidite) oranı ve nakit oranı.

Cari oran: Kısa vadeli borç ödeme gücünü en geniş perspektifte ele alan cari oran dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunur. Bu oran, dönen varlıkların ve kısa vadeli yabancı kaynakların niteliğini dikkate almadığından, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren kaba bir ölçü niteliğindedir.

$$\text{Cari oran} = \frac{\text{Dönen varlıklar}}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Genel olarak cari oranın 2 olması yeterli görülür. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran nispeten daha düşük çıkmaktadır. Yine de oranın mutlaka 1’den büyük olması arzu edilir. Oranın 1’den büyük olması, işletmenin ödeme gücünün emniyet marjı olarak görülmektedir. Standart rakamların yanı sıra daha da önemlisi oranı sektör oranları ile kıyaslamaktır. Bazen 2 oran sektöre göre küçük olabilirken bazen ise çok büyük olabilir. Bu nedenle finansal durumu etkileyecek tüm kıstasların oranları yorumlarken hesaba katılması istenir. Cari oranın olması gerekenden yüksek olması her ne kadar borç ödeme gücü açısından iyi bir durum olarak görülse de dönen varlıklara âtil yatırım yapıldığı anlamına da gelebilir. Bu nedenle oranın sektör ortalamasına yakın optimal bir düzeyde tutulmasında fayda vardır.

Asit-test oranı: Likidite oranı olarak da adlandırılan asit-test oranı cari oranı tamamlayarak onu daha anlamlı hale getiren bir orandır. Dönen varlıklar içerisinde paraya çevrilebilme hızı (likiditesi) en düşük olan varlıklar stoklar olduğu için bu oran, dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucunda işletmenin kısa vadeli borçlarını hangi ölçüde ödeyebileceğini gösterir. Burada amaç, işletmenin stoklarının paraya çevrilememe durumunda dahi kısa vadeli yabancı kaynakların ödenip ödenemeyeceğini ortaya koymaktır.

$$\text{Asit – test oranı} = \frac{(\text{Dönen varlıklar} - \text{Stoklar})}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Sektörden sektöre, ülkeden ülkeye ve içinde bulunan ekonomik konjonktüre bağlı olarak değişmekle birlikte 1 civarında bir likidite oranı kabul edilebilir bir düzeydir. 1’in altındaki oranlar genel olarak işletmenin stoklara bağlı olmadan kısa vadeli borç ödeme problemi yaşayabileceğine işaret ederken 1’in üzerindeki oranlar nakit ve alacaklara fazla yatırım yapılmış olabileceğini gösterir.

Nakit oranı: dönen varlıklar içerisindeki en likit değerler olan para, pazarlanabilir menkul değerler ve dövizlerin kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanır. Bu oran, işletmelerde hem

stokların para dönüştürülememesi hem de alacakların tahsil edilememesi durumunda sadece hazır değerlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödeneceğini ortaya koyar.

$$\text{Nakit oranı} = \frac{(\text{Dönen varlıklar} - \text{Stoklar} - \text{Alacaklar})}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}} \text{ ya da}$$

$$\text{Nakit oranı} = \frac{\text{Nakit ve nakit benzerleri}}{\text{Kısa vadeli yabancı kaynaklar}}$$

Nakit oranının 0,20'nin altına düşmemesi genel bir kural olarak arzu edilmektedir. Oranın 0,20'nin altına düşmesi işletmeyi yeni kaynak arayışlarına yönleltebilir. Oranın 0,20'in üzerinde olması da nakdin âtıl olarak beklendiği ve işletme faaliyetlerinde verimli bir şekilde kullanılmadığı anlamına gelir. Bu durum da işletmenin para kazanma gücünü azaltır ve yüksek gelir potansiyelinin altında kalmasına neden olur. Oranın optimal seviyede tutulması hem likidite hem de nakdin atıllığı açısından önem arz etmektedir.

2.4.2. Faaliyet (Etkinlik) oranları

Faaliyet oranları farklı kaynaklarda etkinlik oranları, aktivite oranları ya da devir hızı oranları olarak da adlandırılmaktadır. Bu oranlar, işletmelerin sahip oldukları varlıkları etkin kullanıp kullanmadıklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca, satışlara oranla varlıkların yeterli olup olmadığı ya da aşırı olup olmadığı hakkında da bilgi verir. Bu grupta yer alan oranlar için likidite oranlarında olduğu gibi standart oranlar söz konusu değildir. Devir hızı oranlarında genel olarak yüksek oran varlıkların verimli kullanıldığını gösterirken düşük oranlar verimsizlik göstergesidir. Devir hızı oranları genellikle alacak, stok ve toplam varlıklar için hesaplanır. Bu grupta yer alan oranların çoğunda verimliliği ölçmek amacıyla pay kısmında satışlara yer verilir.

Alacak devir hızı: işletmelerin alacaklarını ne kadar etkin bir biçimde tahsil edip edemediğini ortaya koyar. Farklı bir ifadeyle ticari alacakların bir yıl içerisinde kaç defa tahsil edildiğini belirtir. Bu oran, gelir tablosunda yer alan kredili satışların ticari alacaklara bölünmesiyle hesaplanır. Gelir tablolarında kredili satışlar çok fazla raporlanmadığından uygulamada daha çok net satışlar ile hesaplama yapılır. Oranda payda kısmında dönem başı ve dönem sonu ticari alacakların ortalamasını almak daha doğru sonuçlar verir. Bu durum, ticari alacakların işletme içerisinde ani değişimlerinden (artma ya da azalma) ortaya çıkabilecek yanıltıcı oranlardan kaçınmayı sağlar. Ancak uygulamada sadece cari yıla ait ticari alacaklar kullanılarak da hesaplamalar yapılmaktadır. Alacak devir hızına bağlı olarak alacakların ortalama kaç gün içerisinde tahsil edildiğini gösteren alacak tahsil süresi de hesaplanabilir.

$$\text{Alacak devir hızı} = \frac{\text{Kredili satışlar}}{\text{Ortalama ticari alacaklar}}$$

$$\text{Alacak tahsil süresi} = \frac{365}{\text{Alacak devir hızı}}$$

İşletmeler yüksek alacak devir hızı ve kısa tahsilat sürelerini arzu ederler. Çünkü bu sayede hızlı bir biçimde paraya dönebilen işletmeler, borç ödemekte ya da yatırımları finanse etmekte rahat ederler.

Stok devir hızı: işletmenin sahip olduğu stokların ne düzeyde etkin kullanıldığını gösteren orandır. Diğer bir ifadeyle stokların yılda kaç defa tüketildiğini gösterir. Stok kalemlerinin ne

kadar bir süre içerisinde üretim faaliyetinde tükendiğini ya da hasılatla dönüştüğünü ölçmeye yardımcı olur. Stokların ne denli etkin yönetildiğini anlamak için sektör ya da rakip stok devir hızları ile kıyaslama yapmak gerekmektedir. Yüksek stok devir hızı stokların verimli kullanıldığını gösterirken düşük devir hızı verimsizliğe işaret eder. Alacak devir hızında olduğu gibi payda kısmında yıl içerisindeki stok hareketlerinden etkilenmemek adına ortalama stoklar kullanılır. Pay kısmında ise diğer devir hızlarından farklı olarak satılan malın maliyeti kalemi yer alır. Stoklar maliyet değeriyle bilançoya kaydedildiğinden oranda satışların maliyetinin kullanımının daha doğru olduğu kabul edilmektedir. Stok devir hızına bağlı olarak stokların bir yıl içerisinde kaç defa tüketildiğini ortaya koyan stok devir (tüketim) süresi oranı da hesaplanabilmektedir.

$$\text{Stok devir hızı} = \frac{\text{Satılan malın maliyeti}}{\text{Ortalama stoklar}}$$

$$\text{Stok devir (tüketim) süresi} = \frac{365}{\text{Stok devir hızı}}$$

Stok devir hızı yüksek olan işletmeler daha düşük bir fiyatla mal satarak satış hacimlerini genişletebileceğinden rakiplerine kıyasla rekabet avantajına sahip olurlar.

Aktif (Varlık) devir hızı: toplam varlıkların yılda kaç kez döndüğünü gösterir ve tüm varlıklara yapılan yatırımlarının ne kadar etkin kullanıldığını ortaya koyar. Net satışların toplam aktiflere bölünmesiyle bulunur. Diğer iki devir hızı oranında olduğu gibi paydada aktiflerin ortalaması alınır.

$$\text{Aktif devir hızı} = \frac{\text{Net satışlar}}{\text{Ortalama aktifler}}$$

Aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerden aktif devir hızı yüksek olanlar rakiplerine kıyasla varlıklarını daha verimli kullanmaktadır ve kapasite kullanım oranları daha yüksektir. Oranın düşük olması ise işletmenin tam kapasite ile çalışmadığı anlamına gelir.

2.4.3. Mali yapı oranları

İşletmenin kaynak ya da sermaye yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde mali yapı oranları kullanılmaktadır. Bu gruptaki oranlar, işletmenin yeterli bir öz kaynağa sahip olup olmadığını tespitinde, kaynak yapısı içerisinde borç-öz kaynak dengesinin ortaya konulmasında ve öz kaynak olarak yaratılan fonların hangi tür varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Bilançonun pasif bölümünde yer alan kaynaklar kendi içerisinde ve varlıklarla ilişkilendirildiğinde bir dengeye sahip olmak zorundadır. Mali yapı oranlarından bu dengenin belirlenmesinde faydalanılmaktadır. Mali yapı oranları, borçlanma ya da kaldıraç oranları olarak da adlandırılır. En sık kullanılan mali yapı oranları aşağıda açıklanmıştır.

Borçların aktif toplamına oranı (Finansal kaldıraç oranı): finansal kaldıraç oranı ya da toplam borç oranı olarak da adlandırılan bu oran bir işletmede varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Kredi kuruluşları, işletmeler için bu oranın düşük olmasını isterler. İşletme sahipleri ise borcun maliyet avantajı (finansal kaldıraç etkisi) sebebiyle oranın yüksek olmasını arzularlar. Bu oran yükseldikçe finansal risk arttığından finansal kaldıraç etkisinin olumsuz dönmeye söz konusu olabilir. Bu nedenle finansal risk ve kârlılık arasındaki ilişkiyi dikkat etmek gerekmektedir.

Gelişmiş ülkelerde toplam borç oranının %50'nin üzerine çıkması pek istenmez iken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran öz kaynak yetersizliği nedeniyle %50'nin üzerine çıkabilmektedir.

$$\text{Finansal kaldıraç oranı} = \frac{\text{Toplam borçlar}}{\text{Aktif toplamı}}$$

İşletmelerin optimal bir finansal kaldıraç oranı ile varlıklarını finanse etmesi gerekmektedir. Düşük finansal kaldıraç oranı borç kullanımının maliyet avantajından faydalanmayı engellerken yüksek kaldıraç oranı finansal riski artırdığından yeniden borçlanma maliyetini yükseltir ve finansal kaldıraçın negatif etkisiyle karşı karşıya kalınır.

Öz kaynakların aktif toplamına oranı: varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren bu oran özkaynakların varlık toplamına bölünmesiyle bulunur. Bu oran, finansal kaldıraç oranını tamamlayan bir orandır. Örneğin, bir işletmenin finansal kaldıraç oranı %40 ise özkaynakların aktif toplamına oranı %60 demektir. Oran, işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünü ortaya koyar. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli borçlarını ve bunların faizlerini geri ödemede herhangi bir güçlüklerle karşılaşmayacağını işaret eder. Oranın zaman içerisinde yükselme eğiliminde olması genel olarak yönetimin başarısına atfedilir.

$$\frac{\text{Öz kaynaklar}}{\text{Aktif toplamı}}$$

Kredi kurumları alacaklarını tahsil etmede sıkıntı yaşamamak adına bu oranın yüksek olmasını arzu ederler. İşletme sahipleri ya da yöneticileri ise finansal riski çok artırmadan oranın olabildiğince düşük olmasını tercih ederler. Oranın %50 civarında ya da daha üstünde olması kabul edilebilir seviye iken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde oran %50'nin altına inebilmektedir.

Öz kaynakların toplam borçlara oranı (Finansman oranı): işletmenin öz kaynakları ile borçları arasında dengeli bir oranın olup olmadığının analizine olanak verir. Oran, öz kaynakların borçlara bölünmesiyle bulunur. İşletmenin finansal bağımsızlığını gösteren bu oran finansman oranı, borçlanma katsayısı ya da ödeme gücü katsayısı olarak da ifade edilir. Oranın en az 1 olması arzu edilir. Oranın 1'den yüksek olması işletmeye kredi verenlerin baskısını azaltır. Oranın 1'den küçük olması ise işletme varlıklarının büyük kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiği anlamına gelir.

$$\text{Finansman oranı} = \frac{\text{Öz kaynaklar}}{\text{Toplam borçlar}}$$

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde oranın öz kaynak yetersizliği sebebiyle 0,70'lere kadar düşmesi normal kabul edilir.

Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı: borçların vade yapısı oranı ya da kısa vadeli borç oranı olarak da bilinen bu oran toplam borçların ne kadarının kısa vadeli (1 yıl içerisinde ödenmesi gereken) olduğunu gösterir.

$$\text{Kısa vadeli borç oranı} = \frac{\text{Kısa vadeli borçlar}}{\text{Toplam borçlar}}$$

Bu oran, işletmenin üretim şekline ya da faaliyet gösterdiği sektöre göre kolayca değişiklikler gösterebilir. Emek yoğun işletmelerde dönen varlıkların ve bununla dengeli bir şekilde toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların yüksek olması normaldir. Diğer yandan, teknoloji yoğun işletmelerde duran varlıkların ve buna bağlı olarak toplam borçlar içerisinde uzun vadeli borçların yüksek olması normaldir. Ülkemiz gibi uzun vadeli borç bulmanın maliyetli ve zor olduğu ülkelerde toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlar ağırlıklı olmaktadır. Bu durum finansal riski artırıcı bir durumdur. Genel bir kural olarak oranın %60-70'lerde olması uygun görülmektedir.

Duran varlıkların devamlı sermayeye oranı: Duran varlıkların ne ölçüde devamlı sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Devamlı sermaye uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların toplamına eşittir.

Duran varlıklar

$$\frac{\text{Duran varlıklar}}{\text{Devamlı sermaye (Öz kaynaklar + Uzun vadeli yabancı kaynaklar)}}$$

Bilanço dengesinin sağlanması açısından dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla duran varlıkların ise devamlı sermaye ile finanse edilmesi istenir. Bu nedenle oranın genel olarak 1'den düşük olması arzulanır. Oranın 1'den büyük olması duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullanıldığına işaret eder ve bu durum da uzun vadelerde fayda sağlayacak duran varlıkların kısa vadede finansman ile finanse edildiği için bir dengesizlik yaratılmasına neden olur.

Faiz karşılama gücü: işletmelere borç veren kredi kurumlarınca sıklıkla kullanılan bir orandır. Kreditorler, işletmeye vermiş oldukları borç faizlerinin işletme tarafından ödenip ödenemeyeceğini görmek amacıyla faiz karşılama gücünü dikkate alırlar. Oran, bir birim faiz giderine karşılık gelen faaliyet kârı tutarını gösterir ve böylece faiz ödemelerinin kolayca karşılanıp karşılanamayacağı konusunda fikir oluşturur. Oranın genel olarak 7 civarında olması arzu edilir ancak bu standart rakam ekonomik konjonktüre ve sektör dinamiklerine göre değişiklik gösterebilir.

$$\text{Faiz karşılama gücü} = \frac{\text{Faaliyet kârı}}{\text{Finansman giderleri}}$$

2.4.4. Kârlılık oranları

Kârlılık oranları işletmelerin genel olarak finansal performanslarını ya da başarılarını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, işletmelerin kârlı bir şekilde faaliyette bulunup bulunmadığını ortaya koyan bu oranların işletmelerdeki likidite, varlık ve borç yönetiminin bir birleşimi olduğu kabul edilmektedir. Kârlılık oranları ile işletmelerin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin verimlilik derecesi değerlendirilir.

Brüt kâr marjı: brüt kârın net satışlara ya da hasılatla bölünmesi sonucu bulunur. Brüt kâr hasılat ile satışların maliyeti arasındaki farktır. Oran diğer bir ifadeyle, net satışların yüzde kaçının brüt kâra ulaştığını ortaya koymaktadır. Birbirini takip eden dönemler bazında oran incelendiğinde işletmenin oransal olarak maliyetlerinin artıp artmadığı konusunda kolaylıkla yorum yapılmasını sağlar.

$$\text{Brüt kâr marjı} = \frac{\text{Brüt kâr}}{\text{Net satışlar (Hasılat)}}$$

Oran, satışlar üzerinden elde edilen brüt kârlılığı gösterdiği için oldukça önemlidir. Oranın yüksek olması ya da yükselme trendinde olması işletmenin lehine yorumlanır.

Net kâr marjı (Dönem kâr marjı): satışlar üzerinden elde edilen net kârlılığı gösterir. Diğer bir ifadeyle, işletme satışlarının ne ölçüde kârlı yapıldığını gösterir. Oran, net kârın (dönem kârı) satış hasılatına (net satışlara) bölünmesi suretiyle bulunur.

$$\text{Net kâr marjı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Net satışlar (Hasılat)}}$$

Net kâr marjının yüksek olması, işletmenin hem yatırım hem finansman hem de fiyatlama politikaları açısından dengeli ve başarılı bir işletme olduğu fikrini vermektedir. Oranın yüksek olması işletmenin faaliyetlerinde kârlı olduğunu göstermesi açısından önemlidir. İşletme lehine olan bu durumun geçmiş dönemlerle ve sektörle kıyaslanması daha anlamlı yorumlar yapılması açısından önemlidir.

Varlıkların kârlılığı (Aktif getiri oranı): işletmenin sahip olduğu varlıkların ne düzeyde verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren orandır. Diğer bir ifadeyle, işletmenin yapmış olduğu varlık yatırımlarının sonucunda elde ettiği kârlılığı ve varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Uygulamada sıklıkla İngilizce karşılığının baş harfleri olan ROA (Return on Assets) şeklinde kısaltılır. Oran, dönem kârının toplam varlıklara bölünmesi yoluyla hesaplanır.

$$\text{Aktif getiri oranı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Toplam varlıklar}}$$

Öz kaynak kârlılığı (Öz kaynak getiri oranı): işletme ortaklarının ilk baktığı oranlardan bir tanesidir. Çünkü bu oran, işletme sahiplerinin koymuş olduğu sermaye ile ne kadar kâr elde ettiklerini gösterir. Yani, öz kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyar. Finansal rantabilite ya da mali rantabilite oranı olarak da ifade edilir. Literatürde sıklıkla İngilizce karşılığının baş harfleri olan ROE (Return on Equity) şeklinde kısaltılır. Öz kaynak kârlılık oranı olarak da adlandırılabilen bu oran dönem kârının öz kaynaklara bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Öz kaynak getiri oranı} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Öz kaynaklar}}$$

Ülkemizde faaliyet gösteren Türk şirketlerinde diğer kârlılık oranlarına kıyasla bu oran daha yüksek olabilmektedir. Borç ağırlıklı sermaye yapısıyla dikkat çeken işletmelerimiz yüksek borca rağmen kâr elde ettiğinde düşük öz kaynak sebebiyle oran yüksek çıkmaktadır. Bu da öz kaynakların verimli kullanıldığını göstermektedir. Bu durum, kârlılık oranlarının birlikte değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

2.4.5. Piyasa (Borsa) performans oranları

Piyasa, pazar ya da borsa performans oranları olarak adlandırılabilen bu oran grubu işletme sahip ve yöneticilerini ilgilendirdiği kadar finansal piyasalarda yatırımlarını değerlendiren potansiyel yatırımcılar için de oldukça önem arz etmektedir. Bu oranlardan hisse senedi değerlemesinde de yararlanır.

Hisse (Pay) başına kâr: anonim şirketlerde her bir hisse senedi başına düşen kâr payını gösterir. Net kârın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedi sayısı bilanço pasifinde yer alan ödenmiş sermayeye eşittir.

$$\text{Hisse başına kâr} = \frac{\text{Net kâr (Dönem kârı)}}{\text{Hisse senedi sayısı}}$$

Hisse başına kâr oranı, işletmenin diğer işletmelere kıyasla gücünü ve performansını belirlemek amacıyla kullanılmaktadır.

Fiyat kazanç (F/K) oranı: bir işletmenin kazancının kaç katına satıldığını gösterir. Hisse başına düşen kâr payı ile hisse senedinin borsa fiyatı arasındaki ilişkiyi ortaya koyar.

$$\text{Fiyat kazanç (F/K) oranı} = \frac{\text{Hisse senedinin borsa fiyatı}}{\text{Hisse başına kâr}}$$

Oran, bir işletmenin hisse senetlerinin ne ölçüde ucuz olup olmadığını belirlemede kullanılır. Oranın düşük olması işletmenin hisse senetlerinin ucuz olduğu, yüksek olması ise pahalı olduğu beklentisini doğurmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir işletme kazancının ne kadar az katına satılıyorsa o kadar ucuzdur. Hisse senedinin ucuz olduğunu anlamak için BIST100 işletmelerinin F/K oranına da bakmak gerekmektedir.

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı: hisse senedinin borsa fiyatı ile hisse senedinin defter değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Oran, bir işletmenin defter değerinin kaç katına satıldığını gösterir.

$$\text{PD/DD oranı} = \frac{\text{Hisse senedinin borsa fiyatı}}{\text{Hisse başına defter değeri}}$$

Bir işletmenin toplam defter değeri öz kaynaklarına eşit olduğu için, formüldeki hisse başına defter değerini hesaplamak için toplam özkaynaklar hisse senedi sayısına bölünür. Bu oran da ucuzluk ya da pahalılık göstergesidir. PD/DD oranının genel bir kural olarak 1'den düşük olması durumunda işletmenin hisselerinin ucuz olduğu düşünülebilir. F/K'da olduğu gibi PD/DD değerine bakarak ucuzluk pahalılık belirlenirken BIST100 işletmelerinin ortalama PD/DD oranı ile kıyaslama yapmak gerekmektedir.

Sonuç

Finansal tablolar analizi, bir işletmenin finansal sağlığını ve performansını değerlendirmek için temel bir araçtır. Bu bölüm, bu önemli süreçteki ana bileşenler ve teknikler hakkında bir genel bakış sunmuştur. Bölümde, çok temel bilgilerle dikey, yatay ve trend analizi teknikleri ele alınmıştır. Oran analizi ise kitabın asıl amacına uygun bir biçimde likidite, faaliyet, mali yapı, kârlılık oranları ve borsa performans oranları başlıkları altında detaylı bir biçimde incelenmiştir. Bu teknikler, bir işletmenin finansal performansını değerlendirmek ve bilinçli kararlar almak için nicel bir yöntem sunar.

Finansal analiz yaparken her bir teknik türünün kendine özgü avantajları vardır. Bu avantajları artırmak ve analizi daha derine indirmek amacıyla tüm teknikleri kullanarak sonuçları sentezlemek önemlidir. Çok sayıda alt başlığa sahip oran analizini dahi farklı grup oranlarını ilişkilendirerek yorumlamak finansal analizin başarısını mutlak bir biçimde artıracaktır.

Finansal tablo analizinin herkes için aynı şekilde işlemeyebileceğini unutmamak önemlidir. Farklı sektörler ve işletmeler farklı metrikleri ve düşünce tarzlarını gerektirebilir. Ayrıca, ekonomik koşullar, pazar trendleri ve düzenleyici değişiklikler gibi dışsal faktörler, finansal performansa büyük ölçüde etki edebilir. Bu nedenle, bir işletmenin ya da bir sektörün finansal analizi yapılırken birçok değişkeni hesaba katarak daha geniş bir bakış açısıyla değerlendirme yapmak gerekmektedir.

Analistler olarak, finansal analiz yaparken finansal tablo analizinin sınırlamalarını ve potansiyel riskleri düşünmeliyiz. Finansal tablolardaki bilgiler tarihsel niteliktedir ve her zaman bir işletmenin gelecekteki perspektifini tam anlamıyla sağlamayabilir. Bu nedenle, nicel analizi nitel değerlendirmeler ve geleceğe yönelik bir bakış açısı ile birleştirmek de son derece önemlidir.

Özetlemek gerekirse, finansal tabloları yorumlamak ve analiz etmek, yatırımcılar, kreditorler, yöneticiler ve bir şirketin finansal refahı hakkında bir ilgi sahibi olan herkes için değerli bir beceridir. Karar vericilere sağlam finansal seçenekler yapma, kaynakları verimli bir şekilde tahsis etme ve bir şirketin başarısının veya başarısızlığının göstergelerini anlama yetisi verir. Bu bölümde belirtilen temel bilgi ve önerilerin derin bir anlayışı ve sürekli uygulaması ile, finans ve iş dünyasının daha bilinçli ve etkili bir katılımcısı haline gelinebilir.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, N., & Nejat, T. (2007). *Finansal Tablolar Analizi ve Mali Analiz Teknikleri*, 12. Basım. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Elmas, B. (2019). *Finansal Tablolar Analizi*, 4. Basım. Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Ltd. Şti., Ankara.
- Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2022). *Financial statement analysis: a practitioner's guide*. John Wiley & Sons.
- Gibson, C. H., & Boyer, P. A. (2013). *Financial statement analysis*.
- Gündoğdu, A. (2021). *Uygulamalı Finansal Tablolar Analizi*, 4. Baskı. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kaderli, Y. (2019). *Temel Borsa Eğitimi*.
- Karasioğlu, F., & Erdemir, Ö. Ü. N. K. (2019). *Mali Tablolar Analizi*. Eğitim Yayınevi, Konya.
- Kavcıoğlu, Ş. (2019). *Sektörlere Göre Finansal Tabloların Karşılaştırmalı Analizi*. Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Kaygusuz, S. (2018). *Finansal tabloların okunması ve yorumlanması*. Basım, Bursa: Dora Yayıncılık.
- Light, J. O. (2009). *Financial statement analysis (Vol. 45)*. Wiley Online Library, 27.
- Robinson, T. R. (2020). *International financial statement analysis*. John Wiley & Sons.
- Toroslu, V. M., & Durmuş, N. C. (2016). *Finansal tablolar analizi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Okka, O. (2010). *Finansal yönetim: teori ve çözümlü problemler*. Nobel.
- Welch, J. (2022). *Financial statement analysis*. In *Evaluating Corporate Financial Performance: Tools and Applications* (sf. 131-212). Cham: Springer International Publishing.
- Yhip, T. M., Alagheband, B. M., Yhip, T. M., & Alagheband, B. M. (2020). *Financial Statement Analysis. The Practice of Lending: A Guide to Credit Analysis and Credit Risk*, 47-94.

Otomotiv Sektörü Finansal Analizi

Serdar Yaman¹

Turhan Korkmaz²

Özet

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan otomotiv sektörünün finansal analiz yöntemleri ile incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul'da işlem gören, verilerine 2018-2022 döneminde düzenli olarak ulaşılabilen ve sektörün öncü firmaları arasında yer alan 5 otomotiv firmasına ilişkin finansal tablo verileri kullanılmıştır. Otomotiv sektörü ortalama finansal tabloları kullanılarak firmalara ilişkin analiz bulguları sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmıştır. Otomotiv sektörü firmalarının finansal analizlerinde oran analizi ve trend analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Oran analizleri sonucunda otomotiv sektörünün genel olarak yüksek likidite yapısına, yüksek faaliyet döngüsüne ve düşük nakit dönüşüm süresine sahip olduğu görülmektedir. Analizler, otomotiv sektöründe kısa vadeli borçlanmaların en önemli finansman kaynağı olduğunu göstermektedir. Otomotiv sektöründe lik oranlarının incelenen dönemde sürekli artış gösterdiği tespit edilmiştir. Benzer bir artış borsa performanslarında da gözlemlenmiştir. Trend analizleri sonucunda, incelenen dönemler itibariyle otomotiv sektörü firmalarında çalışma sermayesi finansman politikalarının daha ihtiyatlı ve çalışma sermayesi yatırım politikalarının daha kısıtlayıcı bir hale geldiğini söylemek mümkündür. Öte yandan otomotiv sektöründe borçla finansmanın özsermayeyle finansmana kıyasla daha yaygın bir şekilde tercih edildiği ve kullanılan yabancı kaynakların önemli bir bölümünün kısa vadeli borçlanmalardan oluştuğu görülmektedir. Analiz sonuçları Covid-19 pandemisi, otomotiv sektöründe yarı iletken çip tedarikinde yaşanan problemler, Türkiye ekonomisinde tecrübe edilen yüksek enflasyon ve döviz kurlarındaki yüksek volatilité gibi olumsuz gelişmelere rağmen sektördeki talebin yüksekliği ve motorlu araçlara duyulan ihtiyaçtan dolayı otomotiv sektörü firmalarında satış ve lik oranlarının önemli oranda yükseldiğini göstermektedir.

1. Giriş

Otomotiv sektörü dünya ekonomisinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de önemli bir konuma sahiptir. Teknolojik gelişmeler ve değişen müşteri beklentileri ile otomotiv sektörü modern toplumlarda gerek sosyal hayatın gerekse iş dünyasının önemli ihtiyaçlarını karşılayan bir sektördür. Otomotiv sektörü ülke ekonomilerinin sürükleyici sektörlerinden birisidir. Demir/çelik, lastik ve petro/kimya gibi sektörlerin en temel alıcısı konumunda olan otomotiv sektörü, plastik, cam, elektrik, elektronik, tekstil ve son dönemlerde enerji gibi sektörlerin ise önemli alıcılarındandır (Kayalı ve Aktaş, 2018).

- 1 Dr. Öğr. Üyesi, Şırnak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, srdr73@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-8316-0805.
- 2 Prof. Dr., Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, tkorkmaz@mersin.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-5468-2279.

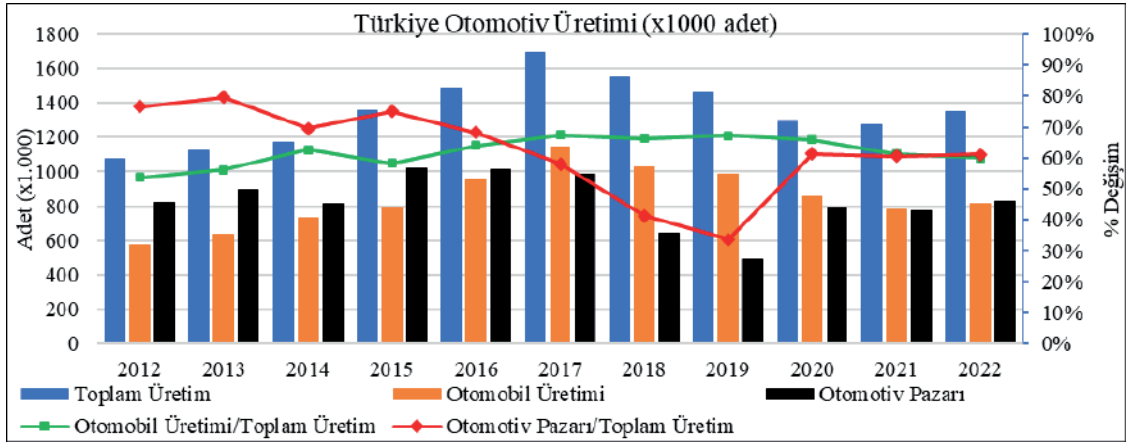
Otomotiv sektörü yüksek rekabet, teknolojik gelişime uyum ve yenilik gibi önemli karakteristik özelliklere sahip bir sektördür. Sektördeki yoğun rekabet ve yüksek müşteri beklentileri sektörün yüksek teknolojiye duyduğu ihtiyacı sürekli canlı tutmaktadır. Yüksek teknolojiye duyulan ihtiyaç otomotiv sektörünün tedarikçisi konumundaki sektörlerde de teknolojik gelişimi tetiklemekte ve ülke ekonomisi için katma değerli ürün üretimini teşvik etmektedir. Özellikle son dönemlerde üretilen ergonomik, elektrikli ve akıllı otomobiller otomotiv sektörünün teknolojik gelişimini özetlemektedir. Yüksek teknolojiye sahip otomotiv araçlarının piyasada karşılaştığı olumlu tepkiler sektörün büyümesini hızlandırmıştır (Kushwaha ve Sharma, 2016).

Yüksek ve genç nüfusa sahip olan Türkiye’de otomotiv araçlarına duyulan ihtiyaç ve talebin her geçen gün artması otomotiv sektörünün ülke ekonomisi açısından önemini artırmaktadır. Bu bağlamda çalışmada, otomotiv sektörünün Türkiye ve dünya ekonomisi açısından önemi ve yeri incelenerek ve Türkiye otomotiv sektöründe faaliyet gösteren önemli firmaların finansal analizlerinin 2018-2022 dönemi için gerçekleştirilmesi ve bulguların 5 yıllık süreç bazında, sektördeki diğer firmalar ve sektör ortalamalarıyla karşılaştırılarak detaylı bir şekilde yorumlanması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye ve dünyada otomotiv sektörünün önemi, sektörün üretim hacmi, pazar büyüklüğü ve ülke ekonomisindeki yeri çeşitli verilerle desteklenerek tartışılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye otomotiv sektöründe faaliyet gösteren 5 firmanın finansal tablo verileri kullanılarak oran analizi ve trend analizi yöntemleriyle finansal analizler gerçekleştirilmiş ve bulgular sektör ortalamalarıyla karşılaştırılarak yorumlanmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümünde ise analiz bulgularının tartışıldığı ve politika önerilerinin yer aldığı sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

2. Türkiye’de ve Dünyada Otomotiv Sektörü

Otomotiv sektörü, sosyal hayat ve iş dünyasının önemli ihtiyaçlarını karşılayan bir sektör olup pek çok ülkede ekonomik sistemin önemli bileşenlerindedir. Lastik, demir/çelik, petro/kimya ve enerji gibi pek çok sektör için temel alıcı konumunda olan otomotiv sektörü rekabet, yüksek talep ve beklenti gibi nedenlerle yüksek teknolojiye ihtiyaç duyan, hızla gelişen, büyüyen ve yenilenen dinamik bir sektör olup tedarikçisi konumunda olan diğer sektörlerdeki yenilikleri ve gelişimleri de tetikleyen bir sektördür (Yurdakul ve İç, 2003). Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ekonomik sistemin önemli bileşenlerinden olan otomotiv sektörü ülke ihracatı içerisinde önemli paya sahiptir. Otomobil, minibüs, otobüs, kamyonet, kamyon, motosiklet, traktör, yol ve iş makineleri ve özel amaçlı taşıtlar gibi pek çok nihai ürüne sahip olan otomotiv sektörü yüksek katma değeri ürünlerin üretildiği ve pek çok kişiye istihdam olanağı sağlayan bir sektördür (Esmer ve Dayı, 2019).

Türkiye’de otomotiv sektörü üretim istatistikleri incelendiğinde otomotiv üretiminde 2017 yılına kadar düzenli bir yükselişin gerçekleştiği ve 2017 yılında 1,69 milyon adet üretim ile en yüksek üretim seviyesine ulaşıldığı görülmektedir. 2017 yılı sonrasında düşen ve 2021 yılında 1,27 milyon adete düşen üretim miktarı 2022 yılı itibarıyla tekrar yükselişe geçerek 1,35 milyon adete ulaşmıştır. Otomotiv pazarı verileri üzerinden sektöre ilişkin satış adetleri incelendiğinde 1,02 milyon adet satış ile en yüksek satış düzeyine 2015 yılında ulaşıldığı görülmektedir.

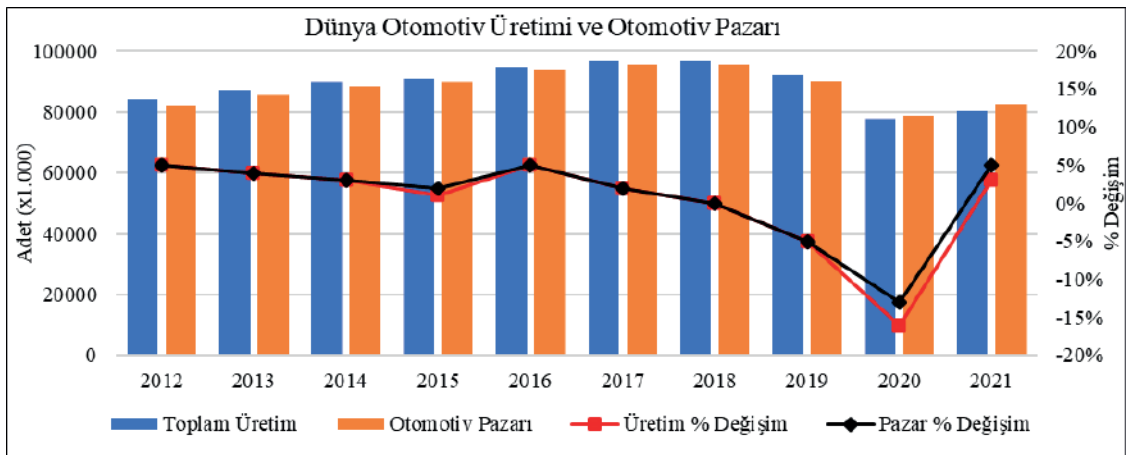


Şekil 1. Türkiye Otomotiv Üretimi

Kaynak: OSD, Otomotiv Sanayii Derneği, Aylık Değerlendirme Raporu, Aralık 2022.

Şekil 1’de yer alan grafiğe göre otomotiv pazarı özellikle 2017 yılı sonrasında önemli oranda küçülmüş 2020 yılı sonrası dönemde ise tekrar yükselişe geçmiştir. Türkiye otomotiv sektörünün en önemli bileşeni ele alınan tüm yıllarda otomobil üretimidir. Otomotiv üretimi içerisinde 2012 yılında %54’lük paya sahip olan otomobil üretimi, 2017 yılında %67 seviyesine çıkarken 2022 yılında %60 seviyesine gerilemiştir.

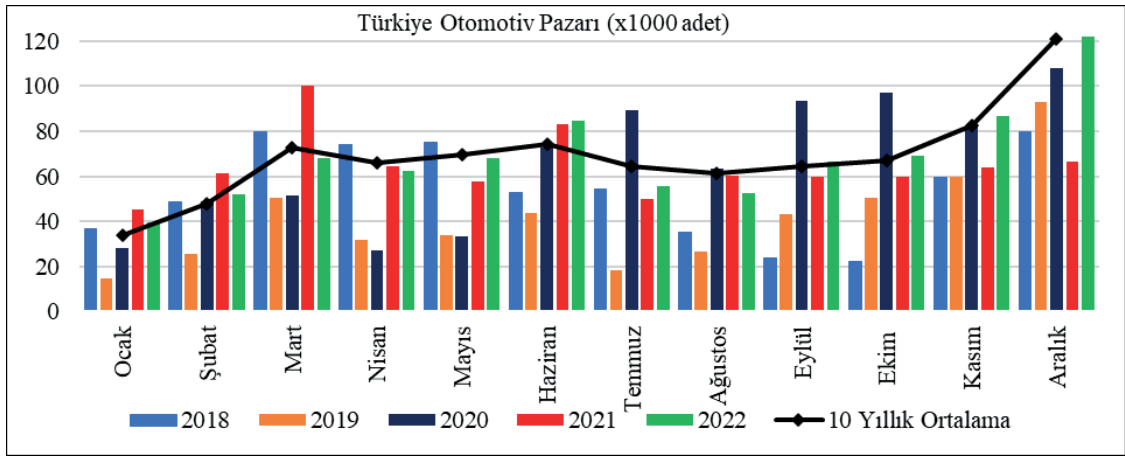
Dünyada otomotiv üretimi ve otomotiv pazarına ilişkin istatistikler Şekil 2’de yer almaktadır. Dünya genelinde otomotiv üretimi 2012 yılında 84,23 milyon adet seviyesinde iken 2018 yılında 96,87 milyon adete yükselmiştir. Covid-19 pandemi süresinde tedarik ve iş gücünde yaşanan aksamalar ve düşen talep nedeniyle otomotiv üretiminde önemli düşüşler yaşanmıştır. Pandeminin patlak verdiği 2019 yılı itibariyle düşüş gösteren otomotiv üretimi, 2020 yılında 77,71 milyon adet seviyesine düşmüş ancak 2021 yılıyla birlikte 80,14 milyon adet seviyelerine yükselmiştir.



Şekil 2. Dünya Otomotiv Üretimi ve Otomotiv Pazarı

Kaynak: OSD, Otomotiv Sanayii Derneği, 2021 Yılı Küresel Değerlendirme Raporu, Eylül 2022.

OSD (Otomotiv Sanayii Derneği) 2021 yılı küresel değerlendirme raporuna göre, otomotiv üretiminde 2021 yılı itibariyle Çin yaklaşık 26,08 milyon adetlik üretim ile ilk sırada yer almaktadır. Bu alanda Çin'i 9,16 milyon adetlik üretim ile ABD ve 7,84 milyon adetlik üretim ile Japonya takip etmektedir. Türkiye ise 1,27 milyon adetlik üretim ile otomotiv üretiminde dünyada 13. sırada yer almaktadır. Otomobil üretiminde ise 21,40 milyon adetlik üretim gerçekleştiren Çin'i 6,62 milyon adet üretim ile Japonya ve 3,63 milyon adet üretim ile Hindistan takip etmektedir. Türkiye ise otomobil üretiminde 782 bin adet ile 16. sırada yer almaktadır. Dünya otomotiv pazarına ilişkin 2021 yılı verileri incelendiğinde, 26,27 milyon adetlik satış hacmi ile Çin'in ilk sırada olduğu görülmektedir. Bu alanda Çin'i ABD ve Japonya takip ederken, Türkiye yaklaşık 773 bin adetlik satış hacmi ile 17. sırada yer almaktadır. Dünya otomobil pazarında ise 21,48 milyon adetlik otomobil satışı ile Çin ilk sırada yer alırken bu alanda Çin'i Japonya ve ABD takip etmektedir. Türkiye ise yaklaşık 562 bin adetlik satış hacmi ile 15. sırada yer almaktadır. ODMO Ocak 2023 makroekonomik değerlendirme raporuna göre, 2022 yılı itibariyle Avrupa otomotiv ve otomobil pazarlarında Almanya ilk sırada yer alırken, Türkiye ise her iki pazarda 5. sırada yer almaktadır. Hafif ticari araç pazarında ise Türkiye, Fransa'nın ardından 2. sırada yer almaktadır.



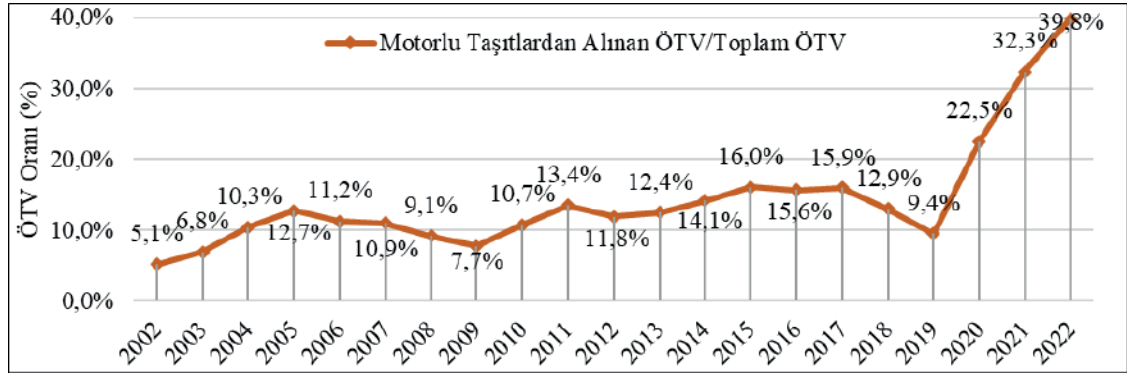
Şekil 3. Türkiye Otomotiv Pazarı

Kaynak: OSD, Otomotiv Sanayii Derneği, Aylık Değerlendirme Raporu, Aralık 2022.

Şekil 3'te yer alan Türkiye otomotiv pazarı grafikleri incelendiğinde 2018-2022 döneminde 2021 yılı dışındaki tüm yıllarda en yüksek satışın Aralık ayında gerçekleştiği görülmektedir. Buna karşın ele alınan dönemde 2022 yılı dışındaki tüm yıllarda Aralık ayı satışları son 10 yıllık Aralık ayı ortalamasının altında kalmıştır. Aylık üretimler son 10 yıllık aylık ortalama üretimler ile kıyaslandığında 2021 ve 2022 yıllarında Ocak ve Şubat aylarında, 2018 ve 2021 yıllarında Mart ayında, 2018 yılında Nisan ve Mayıs aylarında, 2021 ve 2022 yıllarında Haziran ayında, 2020 yılında Temmuz, Ağustos, Eylül ve Kasım aylarında, 2020 ve 2022 yıllarında Ekim ayında ve 2022 yılında Aralık ayında aynı aya ilişkin son 10 yıllık ortalamasının üzerinde otomotiv satışının gerçekleştiği görülmektedir.

Otomotiv sektöründe üretilen katma değerli ürünler yüksek vergiler aracılığı ile ulusal bütçeye önemli katkı sağlamaktadır. Şekil 4'te yer alan grafik incelendiğinde özellikle Covid-19 pandemisinin patlak verdiği 2019 yılı sonrasında motorlu taşıtlardan alınan özel tüketim vergilerinde önemli yükselişler yaşandığı görülmektedir. Otomotiv sektörü ülke içindeki talep

ve ihtiyacı karşılarken aynı zamanda yüksek ihracat potansiyeli ile ülke ekonomisine katkı vermektedir. TÜİK, dış ticaret istatistiklerine göre, 2013 yılında 17,59 milyon \$ olan otomotiv ihracatı 2021 yılında 25,02 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıllarda otomotiv ithalatı ise 17,76 milyon \$'dan 15,59 milyon \$'a düşmüştür. 2015 sonrası tüm dönemlerde otomotiv sektörü özelinde dış ticaret fazlası verilmiştir. Otomotiv ihracatının toplam ihracat içerisindeki payı 2018 yılında %15,5 ile en yüksek seviyeye çıkarken 2021 yılında bu oran %11,1 olarak gerçekleşmiştir. Otomotiv ithalatının toplam ithalat içerisindeki oranı ise 2016 yılında %9,1 ile en yüksek seviyeye çıkarken 2021 yılında bu oran %5,7 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 4. Motorlu Taşıtlardan Alınan ÖTV Oranının Yıllara Göre Gelişimi

Kaynak: ODMD, Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği, Makroekonomik Değerlendirme Raporu, Ocak 2023.

Türkiye’de özellikle son 20 yılda birçok yönüyle yapısal değişime uğrayan otomotiv sektörü, gelişmiş ülkelere yaptığı yüksek hacimli ihracat faaliyetleriyle dış ticaret fazlası veren bir sektör haline gelmiştir. Türkiye’de otomotiv sektöründe faaliyette bulunan ana sanayii firmaları ve yan sanayii firmaları sürdürülebilir üretimlerini ve rekabet güçlerini korumak amacıyla Ar-Ge alanında ciddi yatırımlarda bulunmaktadırlar. Türkiye 2023 yılında TOGG markasıyla binek otomobil üretimini gerçekleştirmiştir. Bu sayede sektör araçları sıfırdan tasarlayıp devreye alma yeteneğine ulaşmıştır. Ayrıca Türkiye, otomotiv sektörünün ihracata yönelik yapısı hem Avrupa’ya hem de Orta Doğu/Afrika’ya tedarik sağlayan konumu, ulusal ve uluslararası firmaların farklı segmentlerde araç üretmesi açısından önemli bir role sahiptir. Üretimini yaklaşık olarak %80’i ihraç edilmektedir. Ayrıca 1.500’den fazla firmanın yer aldığı otomotiv yan sanayi yoğun olarak Marmara Bölgesi’nde (Bursa, Kocaeli ve Sakarya) yer almaktadır. Teknoloji ve emek yoğun sektör olan otomotive sektörü ülke ekonomisine istihdam açısından da önemli katkılar sağlamaktadır (UNDP, 2021).

3. Otomotiv Sektörü Mali Analizi

Çalışmanın bu bölümünde, otomotiv sektörünün önde gelen firmalarına ait finansal tablo verileri kullanılarak sektörün finansal yapısının incelenmesi amaçlanmıştır. Otomotiv sektörünü temsilen finansal analize tabi tutulan firmalar belirlenirken; firmaların otomotiv sanayisinde imalatçı konumunda olması ve 2018-2022 dönemi finansal tablo verilerine düzenli olarak ulaşılabilmesi göz önünde bulundurulmuştur. Bu kapsamda çalışmada finansal analize tabi tutulan otomotiv firmalarına ait bilgiler Tablo 1’deki gibidir.

Tablo 1. Finansal Analizi Gerçekleştirilen Otomotiv Firmalar

Borsa Kodu	Firma Adı
ASUZU	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.
FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
KARSN	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.
OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.

Otomotiv sektörü firmalarında finansal analiz gerçekleştirilirken oran analizi ve trend analizi yöntemlerinden faydalanılmıştır. Oran analizi kapsamında otomotiv firmalarının likidite durumları, borçlanma yapıları, faaliyet ve verimlilikleri, kârlılık ve finansal performansları ve son olarak borsa performansları firmalar ilişkin finansal tablo ve piyasa verileri kullanılarak çeşitli finansal oranlar aracılığı ile incelenmiştir. Trend analizi kapsamında ise otomotiv firmalarının temel bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin 2018-2022 dönemindeki değişimleri ve izledikleri trendler incelenmiştir. Finansal oran analizi ve trend analizi aracılığıyla otomotiv firmalarının 2018-2022 döneminde finansal değerlerindeki değişimler firmalar bazında karşılaştırılarak değerlendirilmiştir. Oran analizi sonucunda otomotiv firmaları için hesaplanan finansal oranlar ve trend analizi sonucunda elde edilen trend çizgileri sektör ortalaması değerleri ile karşılaştırılarak firmaların içinde buldukları sektöre göre finansal durumları yorumlanmıştır. Otomotiv sektörüne ilişkin ortalama finansal oranlar ve ortalama finansal tablo kalemleri, BIST’de işlem gören ve 2018-2022 döneminde verilerine düzenli olarak ulaşılabilen tüm otomotiv sektörü firmalarına ilişkin finansal değerlerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin finansal tablo ve piyasa verileri Financial Information News Network (FINNET) (www.finnet.com.tr) finansal veri tabanından ve Kamu Aydınlatma Platformu’nun (KAP) resmi internet sitesinde (www.kap.org.tr) yer alan finansal raporlardan elde edilmiştir.

3.1. Oran Analizi

Oran analizi kapsamında otomotiv firmalarının likidite durumlarını incelemek üzere 8 likidite oranı, borçlanma yapılarını incelemek üzere 12 finansal yapı oranı, faaliyet ve verimliliklerini incelemek üzere 8 faaliyet oranı, kârlılık ve finansal performansları incelemek üzere 6 kârlılık oranı ve son olarak borsa performansları incelemek üzere 4 borsa performans oranı kullanılmıştır. Oran analizinde kullanılan finansal oranlar Tablo 2’deki gibidir.

Tablo 2. Oran Analizinde Kullanılan Finansal Oranlar

Oran Grubu	Oran	Hesaplama
Likidite Oranları	Cari Oran	Dönen Varlıklar/KVB
	Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/KVB
	Nakit Oranı	(Hazır Değ. + Menkul Değ.)/KVB
	Stok Oranı	Stoklar/Toplam Aktifler
	Stok Bağımlılık Oranı	KVB-(Nakit ve Nakit Benzerleri)/Stoklar
	Ticari Alacak Oranı	Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler
	Çalışma Sermayesi Oranı	Dönen Varlıklar/Toplam Aktifler
	Çalışma Sermayesi Yatırım Politikası	Stoklar/Dönen Varlıklar
Borçlanma Oranları	Toplam Borç Oranı	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler
	Öz Sermaye Oranı	Öz Sermaye/Toplam Aktifler
	Öz Sermaye / Toplam Borçlar	Öz Sermaye/Toplam Borçlar
	Kısa Vadeli Borç Oranı	KVB/Toplam Pasifler
	Uzun Vadeli Borç Oranı	UVB/Toplam Pasifler
	Borcun Vade Yapısı	KVB/Toplam Borçlar
	Maddi Duran Varlık/UVB	Maddi Duran Varlık/UVB
	Duran Varlık/Toplam Borçlar	Duran Varlık/Toplam Borçlar
	Duran Varlık/Öz Sermaye	Duran Varlık/Öz Sermaye
	Kısa Vadeli Finansal Borç/KVB	Kısa Vadeli Finansal Borç/KVB
Faaliyet Oranları	Finansal Borç Oranı	Toplam Finansal Borç/Toplam Borçlar
	Maddi Duran Varlık Yatırımı	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktifler
	Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti/Ortalama Stoklar
	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Ticari Alacaklar
	Stok Devir Süresi	365/(Stok Devir Hızı)
	Alacak Devir Süresi	365/(Alacak Devir Hızı)
	Çalışma Sermayesi Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Çalışma Sermayesi
	Maddi Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Maddi Duran Var.
	Borç Devir Hızı	Satışların Maliyeti/Ortalama KVB
	Öz Sermaye Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Öz Sermaye
Karlılık Oranları	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Aktifler
	Nakit Döndürme Süresi	Stok Devir Süresi + Alacak Devir Süresi - Borç Devir Süresi
	Aktif kârlılığı	Net Kâr (Zarar)/Toplam Aktifler
	Öz Sermaye Kârlılığı	Net Kâr (Zarar)/Öz Sermaye
	Ekonomik Rantabilite	FAVÖK/Toplam Pasif
	Faaliyet Kâr Marjı	Faaliyet Kârı (Zararı)/Net Satışlar
	Brüt Kâr Marjı	Brüt Kâr (Zarar)/Net Satışlar
Borsa Performans Oranları	Net Kâr Marjı	Net Kâr (Zarar)/Net Satışlar
	F/K	Piyasa Değeri/Net Kâr (Zarar)
	PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri (Öz Sermaye)
	Pay Başına Kazanç	Net Kâr (Zarar)/Pay Senedi Adedi
	Temettü Verimi	Net Nakit Temettü/Piyasa Değeri

3.1.1. Likidite Oranları

Likidite oranları genel olarak işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama ve günlük faaliyetlerinin aksamadan devam ettirebilme yeteneklerini göstermektedir. Otomotiv sektörü finansal analizlerinde kullanılan likidite oranlarından cari oran, asit-test oranı ve nakit oran sektörde yer alana firmaların çalışma sermayesi finansmanı ve kısa vadeli borç ödeme yeteneği hakkında bilgiler verirken, stok yatırım oranı, ticari alacak oranı, çalışma sermayesi oranı ve çalışma sermayesi yatırım politikası oranları firmaların çalışma sermayesi yatırım politikalarına ilişkin bilgiler vermektedir. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin likidite oranları ve sektör ortalamaları Tablo 3'teki gibidir.

Tablo 3. Otomotiv Firmaları Likidite Oranları ve Sektör Ortalamaları

	Cari Oran					Asit-Test Oranı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	1.297	1.267	1.373	1.313	1.236	0.809	0.927	1.006	0.927	0.873
ASUZU	1.025	1.006	1.115	1.343	1.163	0.505	0.702	0.736	1.043	0.812
FROTO	1.024	1.175	1.411	1.579	1.193	0.766	0.963	1.214	1.325	0.893
KARSN	0.834	0.945	1.399	0.901	0.902	0.685	0.855	1.238	0.754	0.662
OTKAR	2.076	1.872	1.495	1.388	1.061	1.281	1.132	0.867	0.888	0.674
TOASO	1.162	1.138	1.180	1.175	1.281	0.986	1.015	1.040	1.002	1.156
	Nakit Oranı					Stok Yatırım Oranı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.175	0.276	0.351	0.358	0.292	0.223	0.150	0.182	0.188	0.197
ASUZU	0.105	0.165	0.259	0.408	0.348	0.299	0.164	0.202	0.130	0.179
FROTO	0.193	0.370	0.651	0.682	0.219	0.141	0.111	0.101	0.123	0.144
KARSN	0.067	0.034	0.063	0.048	0.012	0.078	0.050	0.065	0.084	0.138
OTKAR	0.199	0.215	0.243	0.226	0.167	0.300	0.287	0.308	0.238	0.273
TOASO	0.325	0.461	0.391	0.306	0.461	0.083	0.058	0.078	0.101	0.081
	Stok Bağımlılık Oranı					Ticari Alacak Oranı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	2.553	3.441	2.364	2.289	2.348	0.228	0.242	0.243	0.227	0.230
ASUZU	1.723	2.748	1.955	1.972	1.856	0.182	0.264	0.222	0.229	0.142
FROTO	3.125	2.978	1.779	1.254	2.605	0.238	0.250	0.236	0.267	0.272
KARSN	6.288	10.692	5.822	6.475	4.111	0.221	0.343	0.367	0.295	0.280
OTKAR	1.007	1.061	1.205	1.548	2.152	0.378	0.335	0.274	0.294	0.294
TOASO	3.824	4.406	4.351	4.011	4.310	0.161	0.167	0.282	0.304	0.370
	Çalışma Sermayesi Oranı					Çalışma Sermayesi Yatırım Politikası				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.600	0.573	0.652	0.658	0.679	0.360	0.255	0.277	0.288	0.292
ASUZU	0.590	0.544	0.596	0.583	0.592	0.507	0.302	0.340	0.223	0.302
FROTO	0.561	0.619	0.723	0.767	0.574	0.252	0.180	0.139	0.161	0.251
KARSN	0.439	0.522	0.569	0.515	0.517	0.178	0.096	0.115	0.163	0.266
OTKAR	0.783	0.725	0.733	0.661	0.750	0.383	0.395	0.420	0.360	0.365
TOASO	0.545	0.544	0.659	0.689	0.827	0.152	0.107	0.119	0.147	0.098

Cari oran, asit-test oranı ve nakit oranı firmalarda çalışma sermayesi finansmanı ve kısa vadeli borç ödeme yeteneğinin ölçülmesinde kullanılmaktadır (Aydın vd., 2017). Cari oran, asit-test oranı ve nakit oranına ilişkin bulgular incelendiğinde, sektörün cari oran ortalamasının 2018 yılında 1,29 iken 2020 yılında 1,37'ye yükseldiği, takip eden yıllarda ise düşüşe geçerek 2022 yılında 1,23 olarak gerçekleştiği; asit-test oranının 2020 yılı dışındaki tüm dönemlerde 1'in altında olduğu; nakit oranının ise 2018 yılı dışındaki dönemlerde 0,2'nin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Finans literatüründe imalat işletmelerinde cari oran değerinin gelişmiş ülkelerde 2 ve gelişmekte olan ülkelerde 1,5'in altına düşmemesi gerektiği genel kanısı hakimken, asit-test oranı için standart değer 1 ve nakit oranı için standart değer 0,2 olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda otomotiv sektörünün düşük cari oran ve asit-test oranı ile çalıştığını söylemek mümkündür. Öte yandan, nakit oranı finans literatürünün belirttiği değerleri 2019 yılı ve sonrasındaki dönemlerde yakalayabilmiştir. Düşük cari oran değerleri otomotiv sektöründe çalışma sermayesi finansmanında kısa vadeli borçlanmaların önemli bir yerinin olduğunu ve nispeten agresif bir finansman politikası izlendiğini göstermektedir. Ayrıca asit-test oranındaki 1'in altında kalan değerler, otomotiv firmalarının kısa vadeli borç ödemelerinde satış başarılarının oldukça önemli olduğunu göstermektedir.

Firmalara ait cari oran değerleri incelendiğinde; ASUZU firmasının 2021 yılı dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasından daha düşük cari oran değerine sahip olduğu, FROTO firmasının 2020 ve 2021 dönemlerinde sektör ortalamasını geçtiği, KARSN firmasının en düşük cari oran değerlerine sahip firma olduğu ve 2020 yılı dışındaki tüm dönemlerde hem sektör ortalamasının altında hem de 1'in altında cari oran değerlerine sahip olduğu, OTKAR firmasının 2018-2020 döneminde en yüksek cari oran değerlerine sahip firma olduğu ancak takip eden dönemlerde cari oran değerlerinin sürekli düştüğü ve 2022 döneminde sektör ortalamasının altında kaldığı, TOASO firmasının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasına yakın cari oran değerlerine sahip olduğu ve 2022 döneminde sektör ortalamasını geçtiği görülmektedir. Asit-test oranı bulguları; ASUZU firmasının 2021, FROTO firmasının 2020-2021, KARSN firmasının 2020, OTKAR firmasının 2018-2019 ve TOASO firmasının 2019-2022 dönemlerinde hem sektör ortalamasının hem de 1'in üzerinde asit-test oranına sahip oldukları görülmektedir. Nakit oranı bulguları incelendiğinde ise; sektör ortalamasının neredeyse tüm dönemlerde 0,2'nin üzerinde değerlere sahip olduğu görülmektedir. Benzer bir durum KARSN dışındaki tüm firmalar için geçerlidir. KARSN firması tüm dönemlerde hem sektör ortalamasının hem de 0,2 standart değerinin altında nakit oranlarına sahiptir. Buna karşın TOASO firması 2021 yılı dışındaki tüm dönemlerde hem sektör ortalaması hem de 0,2 standart değerinin üzerinde nakit oranlarına sahiptir. Ayrıca TOASO firması dışındaki tüm firmalarda be sektör ortalamasında nakit oranında 2022 döneminde bir önceki döneme göre düşüş gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bulgular, otomotiv sektörünün genel anlamda yüksek nakit oranı ile çalıştığına işaret etmektedir. Kısa vadeli borç ödemelerinde nakit ve nakit benzerlerinin yanı sıra stok satışlarının önemini ifade eden stok bağımlılık oranları incelendiğinde tüm dönemlerde sektör ortalamasının 1'in üzerinde olduğu görülmektedir. Bu bulgu asit-test oranı bulguları ile tutarlı olup sektörde stok satış başarısının kısa vadeli borç ödemelerinde hayati öneme sahip olduğunu göstermektedir. ASUZU ve OTKAR firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında stok bağımlılığına sahip olduğu, KARSN firmasının ise tüm dönemlerde göreceli olarak sektör ortalamasının üzerinde stok bağımlılığına sahip olduğu tespit edilmiştir.

Düşük kısa vadeli borç miktarı ve düşük nakit düzeyi ne karşın yüksek stok ve yüksek ticari alacak düzeyine sahip firmaların esnek, yüksek kısa vadeli borç miktarı ve yüksek nakit düzeyi ne karşın düşük stok ve düşük ticari alacak düzeyine sahip firmaların ise kısıtlayıcı çalışma

sermayesi yatırım politikası izledikleri söylenebilir (Ross vd., 2008). Çalışma sermayesi yatırım politikalarını temsil eden finansal oranlar incelendiğinde, otomotiv sektöründe toplam varlık yatırımları içerisinde çalışma sermayesi yatırım oranlarının %57-%68 aralığında, stok yatırım oranlarının %15-%22 aralığında ve ticari alacak yatırım oranlarının %22-%24 aralığında olduğu görülmektedir. Bu bulgular, otomotiv sektöründe faaliyet döngüsünün yüksek olduğunu, yatırımların önemli bir bölümünün dönen varlıklara aktarıldığı, stokların en önemli yatırım kalemlerinden biri olduğu ve kredili satışların sektörde önemli bir yere sahip olduğunu göstermektedir. Stok yatırım oranları incelendiğinde FROTO, KARSN ve TOASO firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Ticari alacak yatırımları incelendiğinde tüm firmaların sektör ortalamasına yakın değerlere sahip olduğu ve TOASO firmasının yıllar itibariyle ticari alacak yatırım oranını sürekli artırdığı görülmektedir. Çalışma sermayesi oranı incelendiğinde ise, OTKAR firmasının tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde çalışma sermayesi oranına sahip olduğu, diğer firmaların çalışma sermayesi oranlarının ise sektör ortalamasına yakın seyrettiği tespit edilmiştir. Çalışma sermayesi yatırım politikası oranı incelendiğinde stokların dönen varlık yatırımları içerisinde %25-%36 aralığında bir ağırlığa sahip oldukları görülmektedir. OTKAR dışındaki tüm firmalarda Covid-19 pandemisinin en etkili olduğu dönem olan 2019-2021 döneminde stokların dönen varlıklar içerisindeki oranının düştüğü, diğer bir ifadeyle çalışma sermayesi yatırım politikasının daha kısıtlayıcı bir hal aldığı, takip eden yıllarda ise tekrar yükseldiği, diğer bir ifadeyle daha esnek bir hal aldığı gözlemlenmektedir.

3.1.2. Borçlanma Oranları

Firmalar yatırım finansmanında ihtiyaç duydukları kaynaklar temelde borç ve özsermaye olmak üzere iki başlık altında izlenmektedir. Firma dışından sağlanan ve belirli bir vadede ödenmesi gereken kaynaklar borçlar, firma içinden yedek akçeler, dağıtılmamış kârlar ve sermaye artışı gibi yollarla sağlanan kaynaklar ise özsermaye olarak isimlendirilmektedir (Akgüç, 2013). Otomotiv sektörü finansal analizlerinde kullanılan borçlanma oranlarından toplam borç, öz sermaye, öz sermaye/toplam borçlar, kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve borcun vade yapısı oranları sektörde yer alana firmaların sermaye yapısı hakkında bilgiler verirken; kısa vadeli finansal borçlar/KVB ve finansal borç oranları finansal piyasalardan sağlanan yabancı kaynaklara ilişkin bilgi vermekte; maddi duran varlık/UVB, duran varlık/toplam borçlar, duran varlık / öz sermaye ve maddi duran varlık yatırım oranları ise uzun vadeli yatırımların finansmanına ilişkin bilgiler sunmaktadır. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin borçlanma oranları ve sektör ortalamaları Tablo 4'teki gibidir.

Tablo 4. Otomotiv Firmaları Borçlanma Oranları ve Sektör Ortalamaları

	Toplam Borç Oranı					Öz Sermaye Oranı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.716	0.675	0.685	0.667	0.667	0.284	0.325	0.315	0.333	0.333
ASUZU	0.660	0.642	0.702	0.614	0.593	0.340	0.358	0.298	0.386	0.407
FROTO	0.705	0.716	0.711	0.763	0.777	0.295	0.284	0.289	0.237	0.223
KARSN	0.861	0.751	0.732	0.734	0.714	0.139	0.249	0.268	0.266	0.286
OTKAR	0.831	0.762	0.768	0.750	0.851	0.169	0.238	0.232	0.250	0.149
TOASO	0.715	0.662	0.771	0.755	0.720	0.285	0.338	0.229	0.245	0.280
	Öz Sermaye/Toplam Borçlar					Kısa Vadeli Borç Oranı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.454	0.540	0.506	0.532	0.571	0.496	0.478	0.486	0.505	0.559
ASUZU	0.516	0.557	0.425	0.629	0.686	0.575	0.541	0.534	0.434	0.509
FROTO	0.419	0.397	0.407	0.311	0.287	0.548	0.527	0.513	0.486	0.481
KARSN	0.161	0.332	0.366	0.362	0.400	0.526	0.552	0.407	0.572	0.573
OTKAR	0.204	0.313	0.303	0.333	0.175	0.377	0.388	0.491	0.476	0.706
TOASO	0.399	0.511	0.298	0.324	0.389	0.469	0.478	0.559	0.586	0.646
	Uzun Vadeli Borç Oranı					Borcun Vade Yapısı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.220	0.198	0.199	0.162	0.108	0.718	0.713	0.713	0.767	0.849
ASUZU	0.084	0.102	0.168	0.180	0.084	0.872	0.842	0.761	0.707	0.859
FROTO	0.157	0.189	0.198	0.277	0.296	0.777	0.736	0.721	0.637	0.619
KARSN	0.335	0.199	0.325	0.162	0.141	0.611	0.735	0.555	0.779	0.802
OTKAR	0.454	0.374	0.277	0.274	0.145	0.454	0.509	0.639	0.635	0.830
TOASO	0.246	0.184	0.212	0.169	0.074	0.656	0.722	0.725	0.776	0.897
	Maddi Duran Varlık/UVB					Duran Varlık/Toplam Borçlar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	4.856	1.938	1.399	1.711	2.880	0.584	0.681	0.543	0.531	0.511
ASUZU	4.161	3.480	1.757	1.953	4.303	0.622	0.710	0.576	0.680	0.687
FROTO	1.894	1.433	0.913	0.434	0.708	0.623	0.532	0.390	0.306	0.548
KARSN	0.711	0.942	0.600	1.261	2.007	0.652	0.637	0.589	0.660	0.676
OTKAR	0.103	0.129	0.189	0.242	0.353	0.261	0.360	0.347	0.452	0.294
TOASO	0.703	0.897	0.494	0.479	0.582	0.636	0.689	0.442	0.412	0.241
	Duran Varlık/Öz Sermaye					Kısa Vadeli Finansal Borç/KVB				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	1.659	1.375	1.149	1.086	1.097	0.306	0.337	0.265	0.231	0.292
ASUZU	1.206	1.275	1.356	1.081	1.002	0.371	0.222	0.326	0.103	0.252
FROTO	1.487	1.340	0.958	0.983	1.912	0.281	0.299	0.180	0.215	0.163
KARSN	4.043	1.922	1.609	1.823	1.693	0.306	0.658	0.398	0.475	0.552
OTKAR	1.284	1.153	1.147	1.356	1.684	0.000	0.237	0.276	0.166	0.514
TOASO	1.595	1.349	1.485	1.272	0.618	0.073	0.004	0.005	0.011	0.022
	Finansal Borç Oranı					Maddi Duran Varlık Yatırımı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	0.483	0.479	0.435	0.368	0.352	0.233	0.245	0.196	0.182	0.176
ASUZU	0.409	0.293	0.446	0.306	0.300	0.350	0.354	0.294	0.352	0.361
FROTO	0.399	0.439	0.369	0.468	0.432	0.298	0.270	0.181	0.120	0.210
KARSN	0.544	0.722	0.634	0.561	0.589	0.238	0.188	0.195	0.204	0.284
OTKAR	0.261	0.389	0.470	0.386	0.534	0.047	0.048	0.052	0.066	0.051
TOASO	0.367	0.251	0.261	0.213	0.085	0.173	0.165	0.105	0.081	0.043

Otomotiv sektörüne ilişkin ortalama toplam borç, öz sermaye ve özsermaye/toplam borçlar oranları incelendiğinde tüm dönemlerde sektörde borçla finansmanın öz sermaye ile finansmandan daha yaygın olduğu görülmektedir. Otomotiv sektöründe toplam borç oranı %66-%71 aralığında iken öz sermaye oranı %28-%33 aralığındadır. Firmalara ilişkin toplam borç oranları incelendiğinde, KARSN ve OTKAR firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamasından daha yüksek oranda borçla finansmanı benimsedikleri görülmektedir. Kısa vadeli borç oranı ve uzun vadeli borç oranı otomotiv sektöründe yatırım finansmanında kısa vadeli borçlanmaların önemli bir yere sahip olduğunu göstermektedirler. Otomotiv sektöründe sermaye yapısının %48-%55'ini kısa vadeli borçlar oluştururken, %10-%22'sini uzun vadeli borçlar oluşturmaktadır. Bu bulgu, yüksek faaliyet döngüsüne sahip olan otomotiv sektöründe sağladığı düşük maliyet nedeniyle kısa vadeli borçlanmaların tüm firmalar tarafından uzun vadeli borçlanmalara tercih edildiğini göstermektedir. Benzer durum borcun vade yapısı oranı üzerinden de gözlemlenmektedir. Borcun vade yapısı oranı incelendiğinde ASUZU, FROTO KARSN ve TOASO firmalarının birçok dönemde sektör ortalamasının üzerinde kısa vadeli borç kullanımına yöneldiği, OTKAR firmasının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kaldığı, ancak son dönemde sektör ortalamasına önemli ölçüde yaklaştığı görülmektedir.

Uzun vadeli yatırım finansmanına ilişkin bulgular, otomotiv sektöründe uzun vadeli borçlanmaların maddi duran varlık yatırımlarının sadece belirli bir kısmını finanse etmede kullanıldığını göstermektedir. Çalışma kapsamında finansal analizleri gerçekleştirilen FROTO, KARSN, OTKAR ve TOASO firmalarına ilişkin bulgular ise pek çok dönem için sektör ortalamasından farklılaşmaktadır. Söz konusu firmalarda belirli yıllarda maddi duran varlıklar/UVB oranı 1'in altına düşmüştür. Bu bulgu söz konusu firmalarda maddi duran varlık finansmanında uzun vadeli borçlanmaların önemli bir yeri olduğunu göstermektedir. Öte yandan duran varlık yatırımlarında öz sermayeyle finansmana kıyasla borçla finansmanın önemli bir ağırlığının olduğu görülmektedir. Maddi duran varlık yatırımı oranı bulguları incelendiğinde, sektörün ortalama olarak %17-%24 aralığında maddi duran varlık yatırımına sahip olduğu görülmektedir. OTKAR firması bu bakımdan sektör ortalamasından en fazla uzaklaşan firma olup %4-%6 aralığında maddi duran varlık yatırımına sahiptir. TOASO firması bulguları ise firmanın yıllar itibarıyla maddi duran varlık yatırımlarında düşüş yaşadığı ve sektör ortalamasından uzaklaştığını göstermektedir.

Finansal piyasalardan sağlanan yabancı kaynaklara ilişkin bulgular incelendiğinde, sektörde kısa vadeli borçların yaklaşık %23-%33'ünün kısa vadeli finansal borçlardan oluştuğu, toplam borçlar içerisinde ise finansal borçların yaklaşık %35-%48'lik bir ağırlığının olduğu görülmektedir. Bu bulgular otomotiv sektörü için finansal borçlanma kaynaklarının önemini göstermektedir. Oran analizi sonuçları, TOASO firması dışında incelenen tüm firmaların sektör ortalamasına yakın ve önemli düzeyde kısa vadeli finansal borç kullanımına sahip olduğunu göstermektedir.

3.1.3. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları firmaların varlık yatırımlarının verimliliğinin ölçümünde kullanılan oranlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2017). Otomotiv sektörü finansal analizlerinde kullanılan faaliyet oranlarından stok devir hızı, alacak devir hızı, borç devir hızı, çalışma sermayesi devir hızı ve nakit döndürme süresi firmaların faaliyet döngüsü ve nakit yönetimi hakkında bilgi vermektedir. Maddi duran varlık devir hızı, aktif devir hızı ve öz sermaye devir hızı ise faaliyet döngüsünün yanı sıra finansal yönetime ilişkin bilgiler sunmaktadır. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin faaliyet oranları ve sektör ortalamaları Tablo 5'teki gibidir.

Tablo 5. Otomotiv Firmaları Faaliyet Oranları ve Sektör Ortalamaları

	Stok Devir Hızı					Alacak Devir Hızı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	7.608	8.100	8.737	7.381	8.348	6.123	6.721	7.305	7.874	9.088
ASUZU	2.462	3.160	3.047	4.913	4.941	4.131	4.364	3.001	4.541	6.777
FROTO	19.776	19.065	20.234	15.534	15.463	10.247	10.822	10.031	8.286	9.222
KARSN	8.325	9.180	7.561	6.204	3.629	3.071	2.473	1.690	2.082	2.247
OTKAR	1.969	2.073	1.630	2.022	2.477	2.552	2.751	2.790	3.057	3.244
TOASO	15.186	18.086	17.984	12.331	18.988	9.634	8.911	6.169	4.699	5.932
	Stok Devir Süresi					Alacak Devir Süresi				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	48	45	42	49	44	60	54	50	46	40
ASUZU	148	116	120	74	74	88	84	122	80	54
FROTO	18	19	18	23	24	36	34	36	44	40
KARSN	44	40	48	59	101	119	148	216	175	162
OTKAR	185	176	224	181	147	143	133	131	119	113
TOASO	24	20	20	30	19	38	41	59	78	62
	Çalışma Sermayesi Devir Hızı					Maddi Duran Varlık Devir Hızı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	2.225	2.228	2.289	2.154	2.539	7.217	7.809	9.750	11.998	16.764
ASUZU	1.349	1.581	1.237	1.647	1.781	2.103	2.545	2.205	2.917	2.932
FROTO	4.682	4.468	3.563	2.820	3.907	8.927	9.381	11.188	14.886	13.584
KARSN	1.680	1.459	1.097	1.193	1.139	2.812	3.312	3.126	3.197	2.311
OTKAR	0.978	1.298	1.136	1.263	1.318	16.094	20.540	16.337	14.458	17.149
TOASO	2.512	2.688	2.378	2.046	2.645	8.093	8.669	11.353	15.063	35.969
	Borç Devir Hızı					Öz Sermaye Devir Hızı				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	2.262	2.214	2.322	2.302	2.603	4.977	4.812	4.906	4.754	5.628
ASUZU	1.325	1.314	1.051	1.628	1.668	2.026	2.567	2.179	2.722	2.622
FROTO	4.497	4.437	4.096	3.604	4.414	8.774	9.163	8.447	8.271	10.890
KARSN	1.468	1.082	0.921	0.941	0.746	4.224	3.573	2.295	2.402	2.139
OTKAR	1.119	1.586	1.084	1.122	1.021	4.988	4.732	3.536	3.602	5.336
TOASO	2.502	2.701	2.404	1.953	2.688	5.104	4.703	5.355	5.814	7.685
	Aktif Devir Hızı					Nakit Döndürme Süresi				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	1.299	1.302	1.440	1.461	1.723	-25	-39	-54	-55	-72
ASUZU	0.778	0.896	0.708	0.967	1.050	-39	-79	-106	-70	-91
FROTO	2.643	2.650	2.427	2.118	2.475	-27	-29	-35	-34	-20
KARSN	0.689	0.702	0.599	0.641	0.588	-86	-150	-132	-154	-226
OTKAR	0.779	0.976	0.830	0.873	0.954	2	79	18	-26	-98
TOASO	1.384	1.464	1.459	1.382	2.053	-84	-74	-72	-80	-55

Stokların likiditesini gösteren stok devir hızına ilişkin analiz sonuçları incelendiğinde; ASUZU ve OTKAR firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında stok devir hızına sahip oldukları görülmektedir. FROTO ve TOASO firmaları ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde stok devir hızına sahiplerdir. KARSN firması ise ilk dönemlerde sektör ortalamasına yakın devir hızına sahipken son dönemlerde düşüşe geçmiştir. Alacak devir hızına ilişkin bulgular ise, FROTO firmasının tüm dönemlerde, TOASO firmasının ise 2018-2019 dönemlerinde sektör ortalamasının üzerinde alacak devir hızına sahip olduklarını göstermektedir. Bulgular, ASUZU, KARSN ve OTKAR firmalarının ticari alacakların tahsilinde tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kaldıklarını göstermektedir. Borç devir hızı oranları incelendiğinde, FROTO firmasının tüm dönemlerde ve TOASO firmasının 2021 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde borç devir hızına sahip olduğu, diğer firmaların ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında borç devir hızına sahip oldukları görülmektedir.

Stok devir hızı, alacak devir hızı ve borç devir hızı kullanılarak hesaplanan ve çalışma sermayesi yönetiminin temel göstergelerinden biri olarak kabul edilen nakit döndürme süresi bulguları incelendiğinde tüm dönemlerde otomotiv sektörünün negatif nakit döndürme süresine sahip olduğu görülmektedir. Nakit döndürme süresinin negatif çıkması firmaların stok devir hızı ve alacak devir hızının yüksek olduğu ve borç devir hızının düşük olduğu durumlarda karşılaşılan bir durumdur. Diğer bir ifadeyle, stokta geçen sürenin ve alacak tahsil süresinin kısa olması ve kısa vadeli borç ödeme süresinin uzun olması durumlarında nakit döndürme süresi negatif olabilmektedir. Düşük borç devir hızı, diğer bir ifadeyle uzun borç ödeme süresi firmaların yüksek kısa vadeli borçlanmaları ve düşük satış maliyetiyle karşılaşmaları durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, likidite ve borçlanma oranları bulguları otomotiv firmalarında kısa vadeli borçlanmaların yatırım finansmanında önemli bir konumda olduğunu göstermekte ve nakit döndürme süresi bulgularını desteklemektedir. Nakit döndürme süresinin negatif çıkması otomotiv firmalarında çalışma sermayesinin tedarikçiler tarafından karşılandığını göstermektedir. Firmalara ilişkin bilançolar incelendiğinde ticari borçların kısa vadeli borçlar içerisinde önemli bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Nakit döndürme süresi bulguları ASUZU ve KARSN firmalarının tüm dönemlerde, TOASO firmasının ise 2018-2021 dönemlerinde sektör ortalamasının altında nakit döndürme süresine sahip olduğunu göstermektedir. FROTO firmasına ilişkin bulgular sektör ortalamasına yakın seyrederken, OTKAR firmasının 2018-2020 dönemlerinde pozitif nakit döndürme süresine sahip olduğu ancak takip eden dönemlerde sektör ortalamasına yaklaştığı görülmektedir.

Çalışma sermayesi devir hızı bulguları incelendiğinde, FROTO firmasının tüm dönemlerde TOASO firmasının 2021 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasını geçtiği, ASUZU, KARSN ve OTKAR firmalarının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Maddi duran varlık devir hızı bulguları incelendiğinde, FROTO, OTKAR ve TOASO firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamalarının üstünde, ASUZU ve KARSN firmalarının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında değerlere sahip oldukları görülmektedir. Aktif devir hızı bulguları incelendiğinde, FROTO firmasının tüm dönemlerde, TOASO firmasının ise 2021 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamalarının üstünde, ASUZU, KARSN ve OTKAR firmalarının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında değerlere sahip oldukları görülmektedir. Öz sermaye devir hızı bulguları incelendiğinde ise, FROTO firmasının tüm dönemlerde TOASO firmasının ise 2019 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamalarının üstünde değerlere sahip olduğu, ASUZU ve KARSN firmalarının tüm dönemlerde ve OTKAR firmasının ise 2018 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının

altında değerlere sahip olduğu görülmektedir. Faaliyet analizi bulguları özellikle FROTO ve TOASO firmalarının sektör ortalamasına ve diğer firmalara kıyasla yatırım verimliliği ve finansal yönetimde daha başarılı oldukları söylenebilir.

3.1.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık, firma yönetimlerinin aldığı kararlar ve izledikleri politikaların sayısal bir sonucudur (Yurttadur, 2015). Otomotiv sektörü finansal analizlerinde kullanılan kârlılık oranlarından aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve ekonomik rantabilite oranları dönem kârı ile sermaye ve yatırımlar arasındaki ilişkiler hakkında bilgiler verirken, faaliyet kâr marjı, brüt kâr marjı ve net kâr marjı ise dönem kârı ile satışlar arasındaki ilişkiler hakkında bilgiler vermektedir. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin kârlılık oranları ve sektör ortalamaları Tablo 6'daki gibidir.

Tablo 6. Otomotiv Firmaları kârlılık Oranları ve Sektör Ortalamaları

	Aktif Kârlılığı (%)					Öz Sermaye Kârlılığı (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	3.985	5.341	11.691	15.954	22.719	18.490	21.814	41.187	54.290	71.033
ASUZU	-5.274	1.372	0.779	7.637	10.340	-13.730	3.930	2.396	21.493	25.819
FROTO	13.361	13.244	20.586	26.216	26.813	44.358	45.792	71.654	102.382	117.994
KARSN	-1.117	0.743	0.780	3.064	2.501	-6.853	3.779	2.989	11.478	9.102
OTKAR	7.622	14.119	17.635	20.177	12.304	48.827	68.454	75.170	83.193	68.849
TOASO	9.900	11.481	11.053	15.280	26.820	36.502	36.876	40.559	64.264	100.395
	Ekonomik Rantabilite (%)					Faaliyet Kâr Marjı (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	11.943	12.864	18.790	21.113	27.160	6.297	6.680	12.384	13.142	14.166
ASUZU	5.881	8.882	7.554	13.155	16.514	4.701	7.094	7.127	11.574	14.444
FROTO	22.542	22.640	25.927	28.191	28.416	6.820	6.564	8.831	11.828	10.380
KARSN	9.236	10.151	14.660	12.475	9.441	9.728	10.884	20.211	15.676	13.017
OTKAR	10.496	17.338	19.159	17.681	12.348	9.861	14.501	19.767	17.909	11.078
TOASO	18.846	19.215	18.743	26.981	35.301	9.447	9.099	9.623	15.480	14.877
	Brüt Kâr Marjı (%)					Net Kâr Marjı (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	17.275	17.476	22.137	22.506	23.668	1.955	3.030	8.086	10.582	12.094
ASUZU	15.509	18.192	20.276	21.083	22.699	-6.778	1.531	1.100	7.895	9.847
FROTO	10.389	10.241	12.510	15.688	13.936	5.056	4.998	8.483	12.378	10.835
KARSN	19.410	18.496	30.380	27.743	28.831	-1.622	1.058	1.302	4.779	4.256
OTKAR	35.323	37.811	41.054	38.073	31.695	9.790	14.465	21.256	23.099	12.902
TOASO	13.525	13.222	13.642	19.635	18.795	7.152	7.841	7.574	11.054	13.063

Kârlılık analizleri sonucunda, yatırımlar ve sermayenin kârlılığını ifade eden aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı ve ekonomik rantabilite oranlarına ilişkin sektör ortalamaları incelendiğinde 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının sürekli artış gösterdiği görülmektedir. Aktif kârlılığı bulguları incelendiğinde, FROTO firmasının tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde aktif kârlılığına sahip olan tek firma olduğu görülmektedir. OTKAR firması 2022 dönemi dışındaki dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde aktif kârlılığı elde ederken, TOASO firması 2018-2019 ve 2022 dönemlerinde sektör ortalamasının üzerinde ve 2020-2021 dönemlerinde sektör ortalamasına oldukça yakın değerlere sahip olmuştur. ASUZU ve KARSN firmaları tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kalırken 2018 döneminde her iki firmanın da net kâr (zarar) kaleminin negatif olduğu tespit edilmiştir. Öz sermaye kârlılığına ilişkin bulgular incelendiğinde, FROTO firmasının tüm dönemlerde, OTKAR firmasının 2022 dışındaki tüm dönemlerde ve TOASO firmasının 2020 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde öz sermaye kârlılığına sahip oldukları tespit edilmiştir. ASUZU ve KARSN firmaları öz sermaye kârlılıklarının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında kaldıkları tespit edilmiştir. Ekonomik rantabilite oranları sonucunda da aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı bulgularına benzer bulgular elde edilmiştir. Yatırım ve sermaye kârlılığı oranları dikkate alındığında FROTO firmasının performansının ön plana çıktığı söylenebilir.

Satışları kâra döndürme başarısını ifade eden faaliyet, brüt ve net kâr marjlarına ilişkin bulgular incelendiğinde, her üç orana ilişkin sektör ortalamasının da 2018-2022 yılları arasında sürekli olarak arttığı görülmektedir. Analiz edilen firmaların faaliyet kâr marjlarının sektör ortalamasına yakın seyrettiği, KARSN firmasının 2022 dışındaki tüm dönemlerde ve TOASO firmasının 2020 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde faaliyet kâr marjına sahip olduğu tespit edilmiştir. Brüt kâr marjı oranları incelendiğinde, KARSN ve OTKAR firmalarının tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde brüt kâr marjına sahip oldukları tespit edilmiştir. Net kâr marjı bulguları incelendiğinde ise, OTKAR firmasının tüm dönemlerde, FROTO firmasının 2022 yılı dışındaki tüm dönemlerde ve TOASO firmasının 2020 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilediği tespit edilmiştir.

3.1.5. Borsa Performans Oranları

Finansal raporlarda yer alan veriler ve finansal piyasalara ilişkin verilerin bir arada kullanılmasıyla hesaplanan borsa performans oranları firmaların performanslarının değerlendirilmesinde kullanılmaktadır (Aydın vd., 2017). Otomotiv sektörü finansal analizlerinde kullanılan borsa performans oranlarından fiyat/kazanç oranı firmaların pay başına kârına karşılık yatırımcıların ne kadar ödeme yapmayı kabul ettiklerini göstermektedir. Piyasa değeri/defter değeri oranı ise firmanın piyasa değerinin öz sermaye değerinin kaç katı olduğunu göstermekte ve sektör ortalamasından yüksek olması durumunda payın değerli olduğu, altında olması durumunda ise ucuz olduğunu göstermektedir. Analizlerde kullanılan diğer oranlardan pay başına kazanç oranı firmanın her bir pay için ne kadar kâr elde ettiğini gösterirken, temettü verimi oranı ise pay için ödenen bedel karşılığında elde edilen gelirin verimliliğini ifade etmektedir. Otomotiv sektörü firmalarına ilişkin borsa performans oranları ve sektör ortalamaları Tablo 7'deki gibidir.

Tablo 7. Otomotiv Firmaları Borsa Performans Oranları ve Sektör Ortalamaları

	Fiyat/Kazanç (F/K)					Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	5.574	26.560	41.655	16.341	23.900	2.551	3.132	4.471	4.494	7.239
ASUZU	0.000	46.920	110.783	13.715	31.484	0.953	1.812	2.629	2.083	5.733
FROTO	10.424	12.688	10.540	9.493	9.888	4.507	5.330	6.277	8.233	8.600
KARSN	0.000	78.890	143.940	31.307	89.537	2.345	2.270	3.988	3.128	6.355
OTKAR	12.888	10.853	12.360	8.180	20.105	5.437	5.985	7.586	5.693	11.846
TOASO	6.351	9.064	9.506	11.535	9.676	2.280	3.102	3.795	6.590	7.323
	Pay Başına Kazanç					Temettü Verimi				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	2.426	3.240	7.656	14.185	28.193	5.628	2.168	1.445	2.957	1.858
ASUZU	0.000	0.259	0.162	2.517	7.350	0.000	0.000	0.000	0.000	0.147
FROTO	4.797	5.584	11.954	25.081	53.045	6.240	4.694	2.352	4.069	3.424
KARSN	0.000	0.020	0.023	0.110	0.139	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
OTKAR	6.847	14.650	25.761	43.397	51.630	2.809	1.604	2.225	3.991	1.806
TOASO	2.661	2.963	3.568	6.563	17.124	8.047	5.570	6.014	3.592	3.621

Otomotiv sektörü fiyat/kazanç oranı ortalamaları incelendiğinde, Covid-19 pandemisinin en etkili olduğu yıl olan 2021'e kadar sektörün F/K oranlarının yükseldiği, sonrasında ise düştüğü görülmektedir. 2018 yılında net zarar açıklayan firmalardan KARSN firması 2019-2022 dönemlerinde sektör ortalamasının üzerinde F/K oranına sahip olmuştur. FROTO firması tüm dönemlerde, OTKAR ve TOASO firmaları ise 2018 dışındaki tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında F/K oranına sahip olmuşlardır. Sektöre ait PD/DD ortalaması 2018-2022 döneminde sürekli olarak artış göstermiştir. FROTO ve OTKAR firmalarının PD/DD oranları tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerindeyken, ASUZU ve KARSN firmaları bunu aksine tüm dönemlerde sektör ortalamasının altındadır. Pay başına kazanç oranları incelendiğinde, F/K ve PD/DD oranlarında olduğu gibi sektör ortalamasının 2018-2022 döneminde sürekli yükseldiği gözlemlenmiştir. F/K ve PD/DD oranlar bulgularına benzer şekilde FROTO ve OTKAR firmalarının pay başı kazançlarının tüm dönemlerde sektör ortalamasının üzerinde olduğu, buna karşın ASUZU ve KARSN firmalarının pay başı kazançlarının ise tüm dönemlerde sektör ortalamasının altında olduğu tespit edilmiştir. Sektöre ilişkin temettü verimi oranlarının dönemler itibariyle dalgalanma gösterdiği, FROTO ve TOASO firmalarının temettü verimlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu, diğer firmaların temettü verimlerinin ise sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir.

3.2. Trend Analizi

Otomotiv sektörüne ilişkin finansal analiz uygulamaları gerçekleştirilirken kullanılan diğer bir yöntem de trend analizidir. Trend analizi firmaların finansal tablo kalemlerinin baz yıl olarak belirlenen bir yıla ilişkin değerlere oranlanması ve kalem değerlerinin baz yıla göre değişimlerinin hesaplanması şeklinde gerçekleştirilmektedir (Özari ve Demir Erol, 2019).

Trend analizi kapsamında otomotiv firmalarının temel bilanço ve gelir tablosu kalemlerindeki değişimler incelenmiştir. Trend analizinde 2018 yılı baz yıl olarak belirlenmiştir. Ayrıca trend analizi kapsamında firmaların stoklar, ticari alacaklar ve net satışlar kalemleri arasındaki ilişkiler ve çalışma sermayesi finansmanı, çalışma sermayesi yatırımları, yabancı kaynak yapısı ve sermaye yapısı ile ilgili kalemlerdeki değişimler grafikler yardımıyla incelenmiştir. Otomotiv sektörü firmalarına ait bilançolar ve sektör ortalama bilançoları üzerinden gerçekleştirilen trend analizi bulguları Tablo 8'deki gibidir.

Tablo 8. Bilanço Trend Analizi

	Dönen Varlıklar					Duran Varlıklar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%111	%191	%294	%568	%100	%107	%119	%160	%394
ASUZU	%100	%91	%122	%223	%524	%100	%110	%119	%229	%517
FROTO	%100	%137	%238	%444	%745	%100	%108	%117	%172	%707
KARNS	%100	%126	%149	%186	%314	%100	%90	%88	%137	%230
OTKAR	%100	%108	%176	%220	%589	%100	%147	%231	%406	%708
TOASO	%100	%98	%181	%228	%471	%100	%99	%112	%124	%118
	Maddi Duran Varlıklar					Kısa Vadeli Borçlar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%106	%108	%131	%339	%100	%109	%161	%237	%494
ASUZU	%100	%99	%101	%226	%537	%100	%99	%121	%226	%521
FROTO	%100	%113	%112	%131	%514	%100	%124	%185	%325	%729
KARNS	%100	%83	%95	%136	%319	%100	%106	%115	%158	%267
OTKAR	%100	%120	%211	%369	%672	%100	%116	%188	%260	%615
TOASO	%100	%94	%91	%85	%77	%100	%99	%150	%181	%311
	Uzun Vadeli Borçlar					Toplam Borçlar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%107	%164	%239	%518	%100	%99	%149	%228	%420
ASUZU	%100	%93	%112	%170	%461	%100	%119	%240	%482	%519
FROTO	%100	%120	%173	%288	%640	%100	%149	%233	%573	%1373
KARNS	%100	%111	%89	%172	%291	%100	%63	%112	%77	%113
OTKAR	%100	%120	%245	%329	%1152	%100	%96	%115	%157	%196
TOASO	%100	%100	%178	%226	%428	%100	%74	%129	%124	%94
	Öz Sermaye					Toplam Varlıklar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%105	%160	%236	%489	%100	%121	%164	%242	%508
ASUZU	%100	%96	%128	%210	%469	%100	%104	%106	%256	%622
FROTO	%100	%126	%186	%351	%803	%100	%120	%181	%261	%550
KARNS	%100	%92	%98	%135	%222	%100	%190	%222	%303	%549
OTKAR	%100	%107	%174	%235	%630	%100	%164	%259	%384	%540
TOASO	%100	%91	%161	%191	%313	%100	%117	%121	%155	%305

Otomotiv sektörü ortalama bilançolarına ilişkin trend analizi sonuçları incelendiğinde, toplam aktiflerde 2018-2022 döneminde toplamda %508'lik bir artış meydana gelmiştir. Dönen varlık yatırımlarında %568'lik bir artış meydana gelirken, kısa vadeli borçlardaki artış %494'tür. Sektörün dönen varlıklarındaki artışların kısa vadeli borç kullanımındaki artışlardan daha yüksek olması sektörün kısa vadeli borç ödeme yeteneğinin iyileştiği ve daha ihtiyatlı bir çalışma sermayesi finansman politikasına işaret etmektedir. İlgili dönemde duran varlık yatırımlarında %394'lik bir artış gerçekleşirken, uzun vadeli borçlanmalarda %518 ve öz sermayede %489'luk bir artış gerçekleşmiştir.

İncelenen dönem itibarıyla, dönen varlık kaleminde en yüksek artışa sahip olan otomotiv firmasının %745'lik artışla FROTO firması olduğu görülmektedir. Analizler sonucunda, kısa vadeli borçlanmalardaki artışı dönen varlıklardaki artışından daha yüksek olan tek firmanın OTKAR firması olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, diğer firmalarda çalışma sermayesi finansman politikası daha ihtiyatlı bir hal alırken OTKAR firmasında izlenen politikanın daha agresif bir hale geldiği söylenebilir. Dönen varlık yatırımlarında FROTO ve OTKAR firmaları sektör ortalamasının üzerinde artışlar gösterirken diğer firmalardaki dönen varlık yatırımı artışı sektör ortalamasının altında kalmıştır. Kısa vadeli borçlanmalardaki artışta ise KARSN ve TOASO firmaları sektör ortalamasının altında kalırken diğer firmaların kısa vadeli borçları sektör ortalamasının üzerinde bir artış göstermişlerdir.

Duran varlık yatırımlarındaki en düşük artış %118 ile TOASO firmasına ait iken en yüksek artış %708 ile OTKAR firmasına aittir. Uzun vadeli borçlanmalarda ise en düşük artış %291 ile KARSN firmasına ait iken en yüksek artış %1152 ile OTKAR firmasına aittir. Öz sermaye artışları incelendiğinde en düşük artışın %222 ile KARSN firmasına ait olduğu, en yüksek artışın ise %803 ile FROTO firmasına ait olduğu görülmektedir. Analiz bulguları FROTO firmasının dönen varlık yatırımlarında kısa vadeli borçla finansmanı tercih ettiği, OTKAR firmasının ise duran varlık yatırımlarında uzun vadeli borçla finansmanı tercih ettiğini göstermekte olup her iki finansman kararında da vade uygunluğunun dikkate alınmış olduğu söylenebilir. Duran varlık yatırımlarında KARSN ve TOASO firmaları sektör ortalamasının altında artışlar gösterirken diğer firmalardaki duran varlık yatırımları sektör ortalamasının üzerindedir. Uzun vadeli borçlanmalardaki artışlar incelendiğinde ise FROTO ve OTKAR firmalarının sektör ortalamasının üzerinde artışlar gösterdikleri, buna karşın diğer firmaların sektör ortalamasının altında artış gösterdikleri tespit edilmiştir.

Otomotiv sektörü firmalarına ait gelir tabloları ve sektör ortalama gelir tabloları üzerinden gerçekleştirilen trend analizi bulguları Tablo 9'daki gibidir.

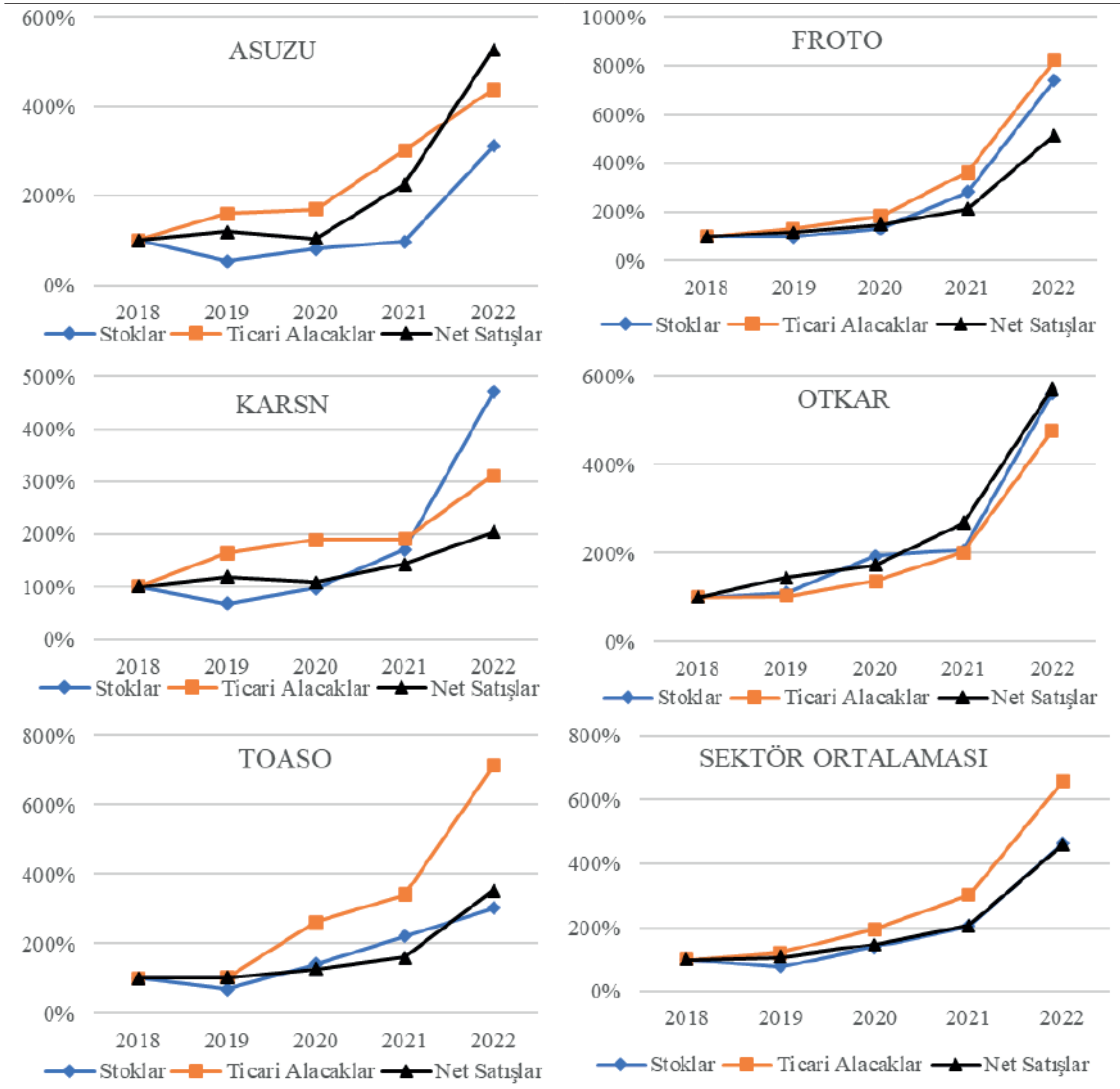
Tablo 9. Gelir Tablosu Trend Analizi

	Brüt Satışlar					Net Satışlar				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%109	%147	%207	%460	%100	%109	%147	%207	%461
ASUZU	%100	%118	%103	%226	%515	%100	%120	%104	%225	%528
FROTO	%100	%117	%149	%213	%513	%100	%118	%149	%214	%516
KARSN	%100	%113	%103	%137	%201	%100	%118	%108	%144	%205
OTKAR	%100	%145	%172	%267	%569	%100	%145	%173	%269	%572
TOASO	%100	%102	%127	%160	%352	%100	%102	%127	%160	%352
	Satışların Maliyeti					Faaliyet Giderleri				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	%100	%109	%144	%195	%436	%100	%111	%136	%195	%425
ASUZU	%100	%116	%99	%211	%483	%100	%123	%127	%198	%403
FROTO	%100	%118	%145	%201	%496	%100	%121	%153	%231	%514
KARSN	%100	%116	%93	%125	%175	%100	%93	%114	%179	%334
OTKAR	%100	%139	%158	%257	%604	%100	%133	%145	%213	%463
TOASO	%100	%102	%126	%149	%331	%100	%103	%125	%163	%339
	Faaliyet Karı(Zararı)					Net Kar(Zarar)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
SEKTÖR	100%	116%	216%	412%	874%	%100	%116	%248	%501	%1184
ASUZU	100%	289%	182%	593%	1772%	%100	%127	%117	%363	%867
FROTO	100%	106%	210%	413%	838%	%100	%116	%249	%523	%1106
KARSN	100%	113%	231%	343%	335%	%100	%187	%189	%563	%749
OTKAR	100%	200%	275%	465%	732%	%100	%214	%376	%634	%754
TOASO	100%	141%	175%	347%	757%	%100	%111	%134	%247	%644

Otomotiv sektörü ortalama gelir tablosuna ilişkin trend analizi sonuçları incelendiğinde, brüt satışlarda 2018-2022 döneminde toplamda %460, net satışlarda ise %461'lik bir artış meydana geldiği görülmektedir. Satışların maliyeti kaleminde sektör ortalamasında %436'lık bir artış gözlenirken, faaliyet giderlerinde %425'lik artış yaşanmıştır. Otomotiv sektörü ortalama gelir tablolarında en yüksek artışın %1184 ile net kâr (zarar) kaleminde meydana geldiği görülmektedir.

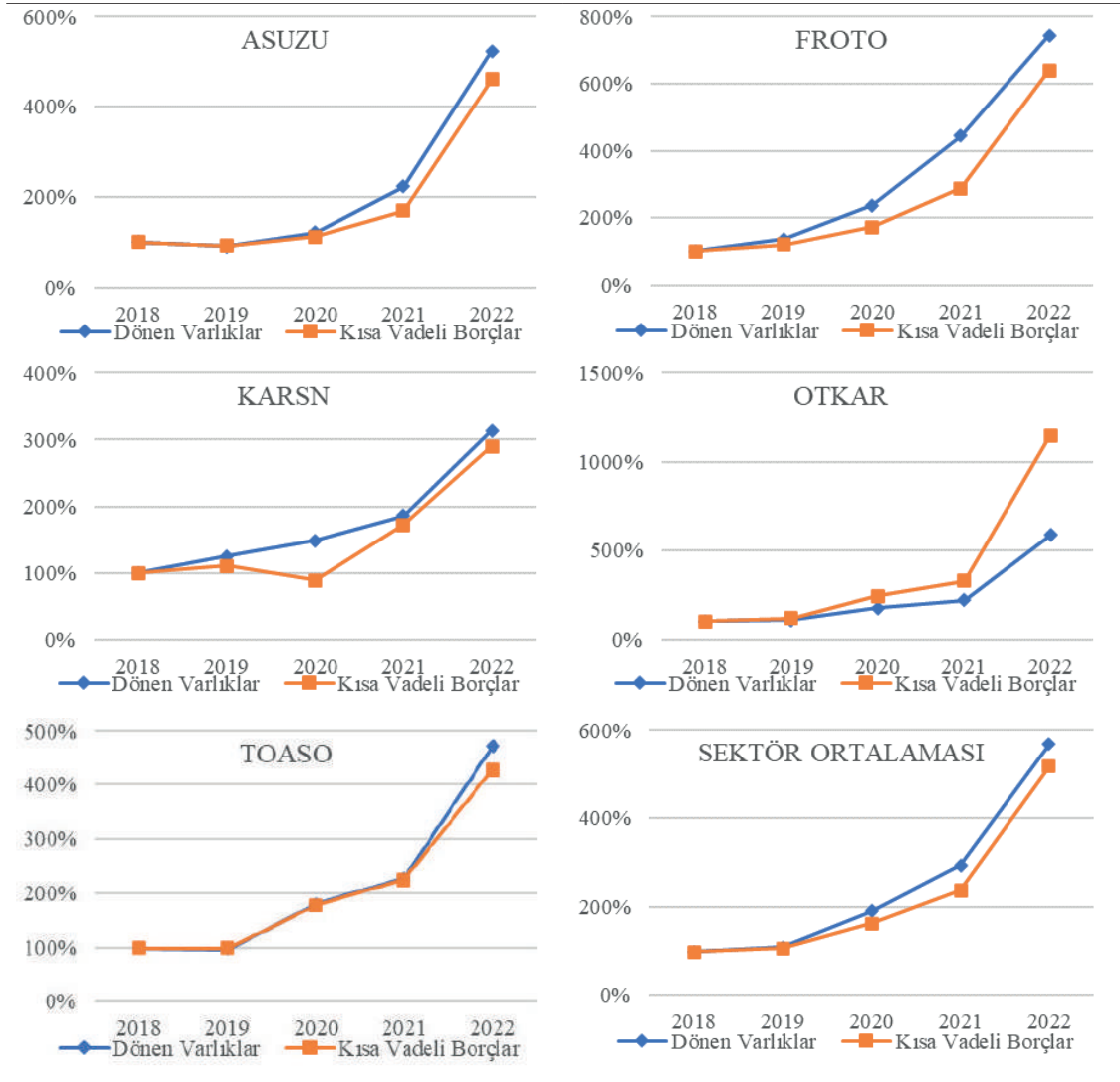
Brüt satışlar ve net satışlar kalemlerindeki değişimler firmalar bazında incelendiğinde KARSN ve TOASO firmalarının sektör ortalamasından daha düşük artış gösterdikleri, diğer firmaların ise sektör ortalamasının üzerinde artış gösterdikleri görülmektedir. Firmalar arasında brüt ve net satışlar kalemlerindeki en yüksek artışlar OTKAR firmasında gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti kalemi özelinde KARSN ve TOASO firmalarının, faaliyet giderleri kalemi özelinde ise ASUZU, KARSN ve TOASO firmalarının sektör ortalamasının altında artışlar gösterdikleri tespit edilmiştir. Son olarak net kâr (zarar) kalemindeki artışlar dikkate alındığında tüm firmaların sektör ortalamasının altında artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Trend analizi kapsamında otomotiv sektörü firmalarında stoklar, ticari alacaklar ve net satışlar kalemleri arasındaki ilişkiler Şekil 5'te, çalışma sermayesi finansman politikalarında ve çalışma sermayesi yatırım politikalarında meydana gelen değişimler sırasıyla Şekil 6 ve Şekil 7'de ve yabancı kaynak yapısındaki değişimler ve sermaye yapısındaki değişimler ise sırasıyla Şekil 8 ve Şekil 9'da yer alan grafiklerde verilmiştir.



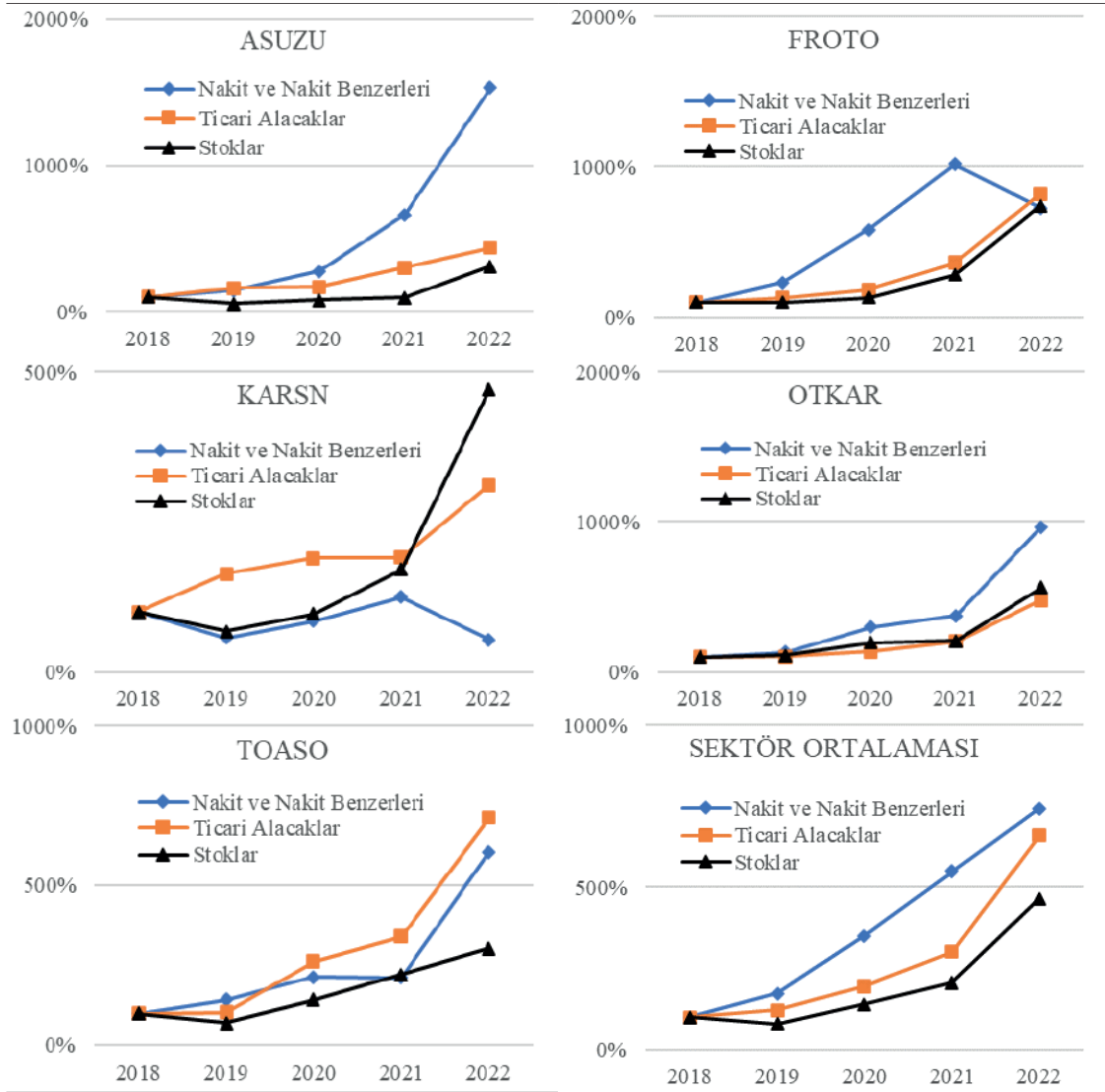
Şekil 5. Stoklar-Ticari Alacaklar-Net Satışlar İlişkisi

Şekil 5'te yer alan sektör ortalamasına ait trend çizgileri incelendiğinde her üç kalemin de özellikle 2019 sonrası dönemde yükseliş trendine girdiği, net satışlar ve stoklar kalemlerinin benzer bir trendde sahip oldukları, ticari alacakların ise diğer iki kalemden daha fazla arttığı görülmektedir. Bu bulgu otomotiv sektöründe kredili satışların incelenen dönemde artış gösterdiğine işaret etmektedir. ASUZU firmasında stoklar kalemi net satış ve ticari alacaklar kaleminin altında kalırken, FROTO firmasında yükselen trend 2020 yılından sonra başlamış ve sektör ortalaması trend grafiğinde olduğu gibi en yüksek trendin ticari alacaklara ait olduğu görülmektedir. TOASO firmasında en yüksek trendin sektör ortalamasında olduğu gibi ticari alacaklarda olduğu, KARSN firmasında ise sektör ortalaması ve diğer firmaların aksine özellikle de son dönemde stoklar kaleminde ciddi bir yükseliş meydana geldiği ve bu bağlamda sektör ortalamasından farklılaştığı görülmektedir. OTKAR firmasında tüm kalemler benzer trendlere sahip olup özellikle 2021 yılı sonrasında önemli yükselişler gerçekleşmiştir.



Şekil 6. Çalışma Sermayesi Finansmanı

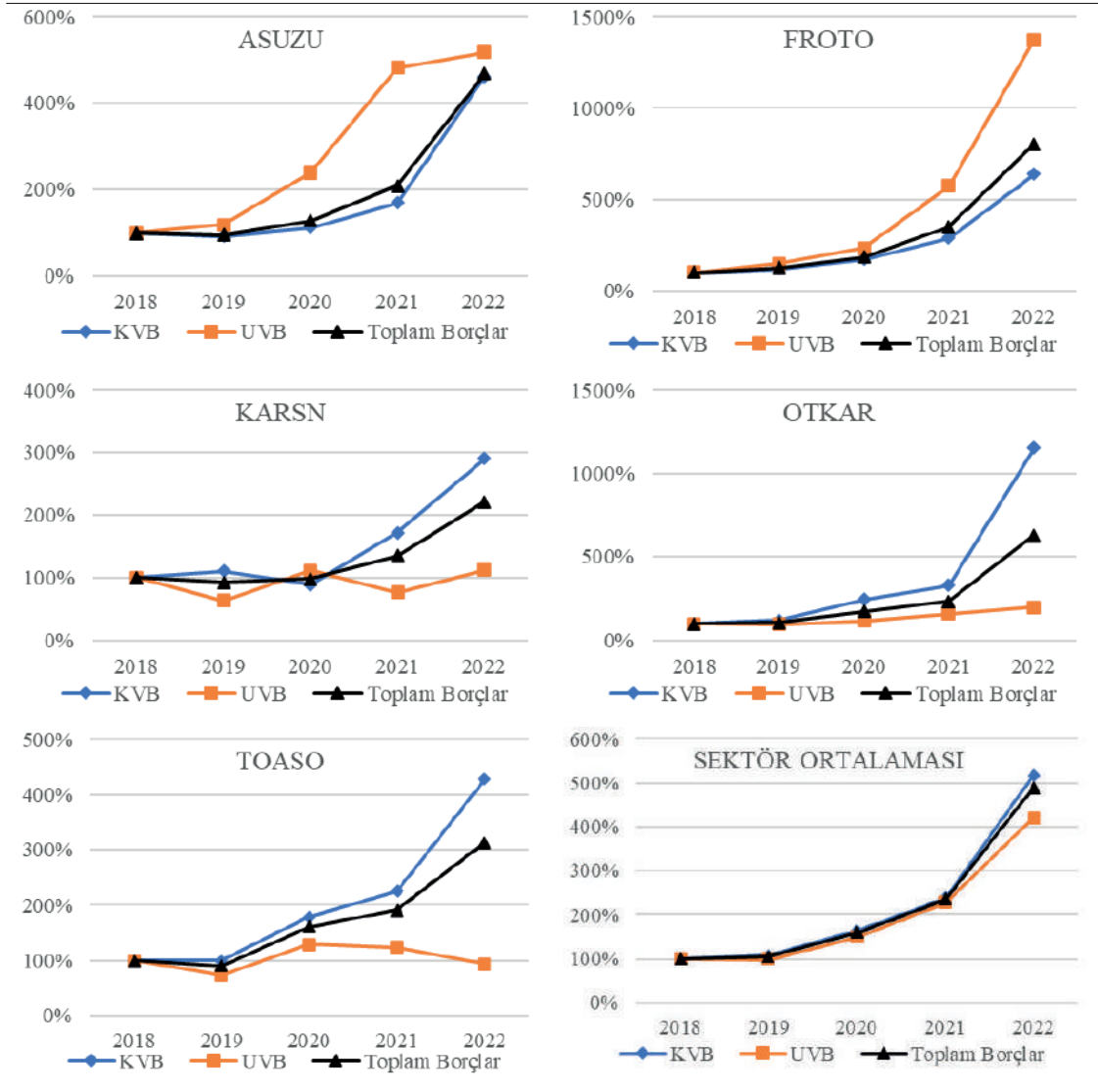
Şekil 6'da yer alan sektör ortalamasına ait trend çizgileri incelendiğinde çalışma sermayesi yatırımları ve kısa vadeli borçlanmaların dengeli bir artış gösterdiği ve iki kalemin de benzer trend çizgilerine sahip oldukları görülmektedir. Bu bulgu, ilgili dönemde otomotiv sektöründe çalışma sermayesi finansman politikalarında önemli değişimler olmadığına işaret etmektedir. Trend analizi bulguları firma bazında incelendiğinde, ASUZU, FROTO, KARSN ve TOASO firmalarında sektör ortalaması ile uyuşan bulgular elde edildiği söylenebilir. OTKAR firmasına ilişkin analiz bulguları ise, ilgili dönemde firmanın kısa vadeli borçlanmalarındaki artışların özellikle 2021 yılı sonrasında çalışma sermayesi yatırımlarındaki artışlardan daha yüksek bir trende girdiği görülmektedir. Bu bağlamda OTKAR firmasında özellikle 2021 yılı sonrasında önceki dönemlere ve sektör ortalamasına göre daha agresif bir çalışma sermayesi finansman politikası benimsendiği söylenebilir.



Şekil 7. Çalışma Sermayesi Yatırımları

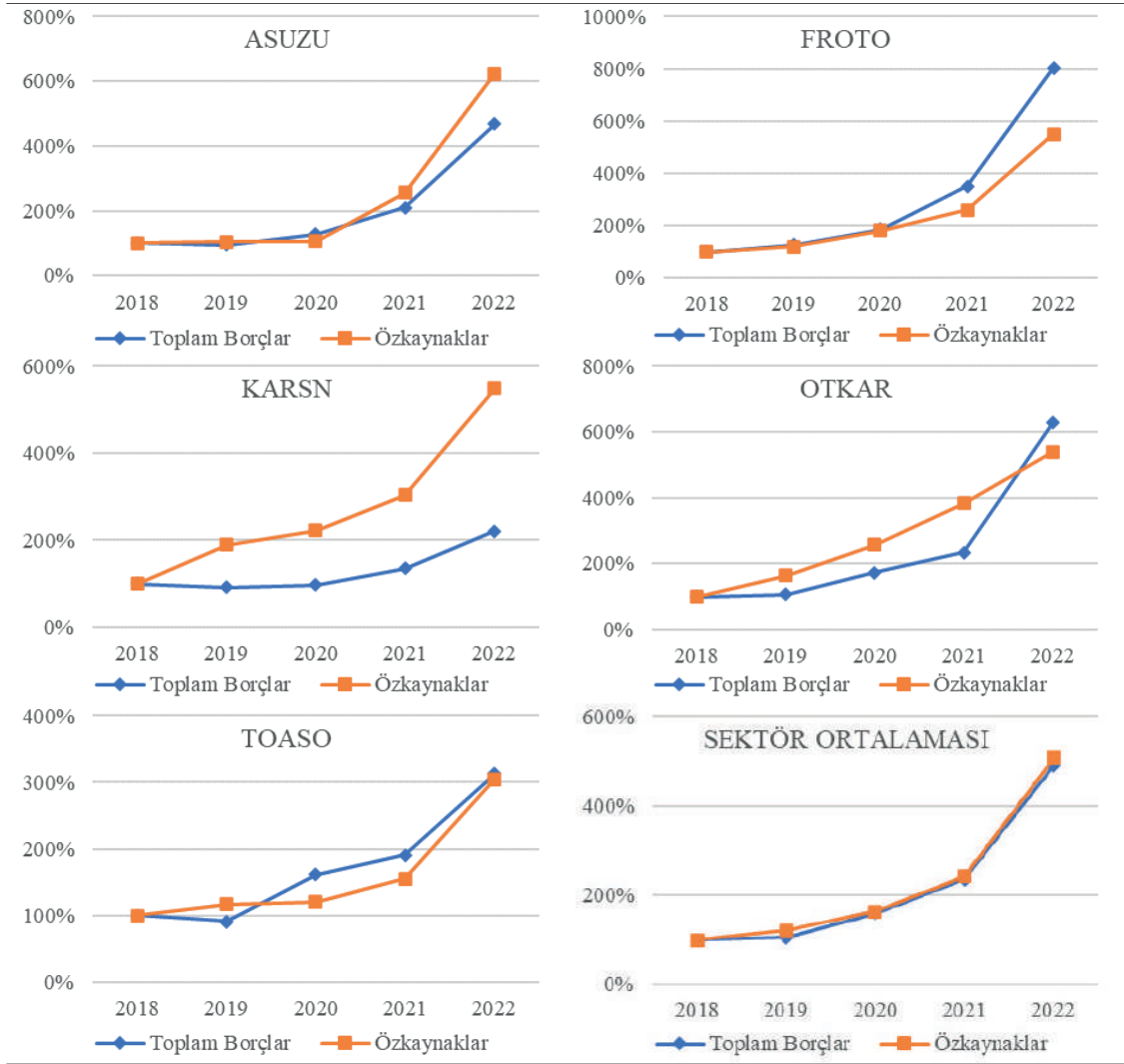
Şekil 7'de yer alan sektör ortalamasına ait trend çizgileri incelendiğinde, nakit ve nakit benzerlerindeki yükseliş trendinin diğer kalemlerdeki yükseliş trendinden daha dik bir yapıda olduğu söylenebilir. Fakat 2021 döneminden sonra ticari alacaklar kalemindeki yükselişler nakit ve nakit benzeri kalemi yükselişlerine oldukça yaklaşmıştır. Sektörün ortalama çalışma sermayesi yatırım kalemleri içerisinde stok yatırımlarının en düşük yükseliş trendine sahip olduğu tespit edilmiştir. Bulgular otomotiv sektörü firmalarında çalışma sermayesi yatırım politikalarının yıllar itibarıyla esnekliğini az da olsa yitirdiğini göstermektedir. Çalışma sermayesi yatırımlarına ilişkin trend analizi bulguları firma bazında incelendiğinde, ASUZU ve OTKAR firmalarında da sektör ortalamasında olduğu gibi en önemli yükseliş nakit ve nakit benzerleri yatırımlarında gerçekleşmiştir. FROTO firmasında 2021 dönemine kadar sektör ortalamasına yakın bir durum söz konusuken son dönemde nakit ve nakit benzerleri yatırımlarında meydana gelen düşüşler neticesinde daha esnek bir çalışma sermayesi yatırım politikasının benimsendiği söylenebilir. TOASO firmasında ise en yüksek artışın ticari alacaklar kaleminde meydana geldiği görülmektedir. Son olarak KARSN firmasında sektör ortalamasının aksine en önemli yükselişin

stok yatırımlarında gerçekleştiği, nakit ve nakit benzeri yatırımlarında önemli düşüşler meydana geldiği görülmektedir. Bu bulgular KARSN firmasının sahip olduğu çalışma sermayesi yatırım politikalarının ilgili dönemde daha esnek bir hal aldığına işaret etmektedir.



Şekil 8. Yabancı Kaynak Yapısı

Şekil 8'de yer alan sektör ortalamasına ait trend çizgileri incelendiğinde kısa vadeli borçlanmalardaki yükselişin uzun vadeli borçlanmalardaki yükselişten daha dik bir trende sahip olduğu görülmektedir. Bu bulgu, otomotiv sektöründe firmaların kısa vadeli borçlanmanın sağladığı düşük maliyeti uzun vadeli borçlanmanın sağladığı esnek finansman olanaklarına tercih ettiklerini göstermektedir. Otomotiv sektörünün sahip olduğu yüksek faaliyet döngüsü ve düşük nakit döndürme süresi firmaların kısa vadeli borçlanmadan kaynaklanan riskleri düşük sermaye maliyeti sayesinde karşılayabildiklerini göstermektedir. Sektörün yüksek karlılık oranları, piyasadaki yüksek talep ve sürekli artan ürün fiyatları sektörün kısa vadeli borçlanmalardan doğan riskleri fırsata dönüştürebilmesine imkân tanımaktadır.



Şekil 9. Sermaye Yapısı

Yabancı kaynak yapısına ilişkin bulgular firmalar özelinde incelendiğinde, KARSN, OTKAR ve TOASO firmalarına ilişkin bulguların sektör ortalaması bulguları ile uyumlu olduğu, buna karşın ASUZU ve FROTO firmalarına ilişkin bulguların ise sektör ortalamasından farklılaştığı tespit edilmiştir. ASUZU ve FROTO firmalarında uzun vadeli borçlanmalardaki artışlar sektör ortalamasının aksine kısa vadeli borçlanmalardaki artışlardan daha yüksektir.

Şekil 9'da yer alan sektör ortalamasına ait trend çizgileri incelendiğinde ilgili dönemde otomotiv sektörünün sermaye yapısının yükselen bir trende sahip olduğu ve toplam borç ve özkaynaklar kalemlerindeki artışların oldukça dengeli olduğu görülmektedir. Sermaye yapısındaki değişimlere ilişkin trend analizi bulguları firmalar özelinde incelendiğinde, ASUZU ve KARSN firmalarında özkaynaklardaki artışların borçlardaki artışlardan daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu bulgu, söz konusu firmaların sermaye yapılarında daha ihtiyatlı bir finansman politikası çerçevesinde finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini azaltmak amacıyla özkaynak artışına gittiklerini göstermektedir. OTKAR firmasında da 2021 yılına kadar özkaynaklarda daha dik bir yükseliş trendi söz konusu iken 2021 yılı sonrasında toplam borçlardaki artışlar özkaynaklardaki

artışları geride bırakmıştır. TOASO firmasına ilişkin bulgular genel anlamda sektör ortalamasına uyumludur. FROTO firmasında ise diğer firmaların ve sektör ortalamasının aksine borçlardaki artışların özkaynaklardaki artışlardan daha yüksek olduğu söylenebilir. Bu bulgu, FROTO firmasının sermaye yapısında daha agresif bir finansman politikası çerçevesinde borçlanmanın sağladığı kaldıraç etkisi ve vergi avantajları sayesinde daha yüksek getiri hedefiyle borçlanma oranını artırdığını göstermektedir.

4. Sonuç ve Öneriler

Otomotiv sektörü dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ekonomik sistemin önemli bileşenlerinden biri konumundadır. Yüksek ve genç nüfusa sahip olan ve gelişen bir ekonomiye sahip olan Türkiye’de otomobil, ticari araç, iş makineleri ve diğer motorlu araçlara olan ihtiyaç ve talep her geçen gün artmaktadır. Sosyal hayat ve iş dünyasının önemli ihtiyaçlarını karşılayan otomotiv sektörü aynı zamanda ülke ekonomilerinin sürükleyici sektörlerinden birisidir. Otomotiv sektörü lastik, demir/çelik ve petro/kimya ve özellikle son dönemlerde enerji gibi sektörler için temel alıcı sektörlerden biri olup sektördeki rekabet ve piyasadaki talep ve beklenti nedeniyle yüksek teknolojiye ihtiyaç duymaktadır. Sektörün teknolojik gelişime duyduğu ihtiyaç tedarikçisi konumunda olan sektörlerin de teknolojik gelişimini zorunlu kılmaktadır.

Çalışmada Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan otomotiv sektörünün finansal analiz yöntemleri ile incelenmesi ve bulguların detaylı bir şekilde yorumlanması amaçlanmıştır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul’da işlem gören, verilerine 2018-2022 döneminde düzenli olarak ulaşılabilen ve sektörün öncü firmaları arasında yer alan 5 otomotiv firmasına ilişkin finansal tablo verileri kullanılmıştır. Firmaların yanı sıra otomotiv sektörü ortalama finansal tabloları kullanılarak firmalara ilişkin analiz bulguları sektör ortalamalarıyla ve diğer firmalarla karşılaştırılmıştır. Otomotiv sektörü firmalarının finansal analizlerinde oran analizi ve trend analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Beş farklı oran grubu içerisinde toplamda 38 finansal oranın kullanıldığı oran analizi sonucunda; sektörün yüksek likidite oranlarının finans literatüründeki standart değerlere yakın olduğu ve yüksek stok devir hızı ve yüksek alacak devir hızına sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgular sektörün yüksek bir faaliyet döngüsüne sahip olduğunu, üretilen motorlu araçlar ve yedek parçalarının kısa sürede satışa çevrildiği ve ticari alacakların kısa sürede nakde dönüştürüldüğünü göstermektedir. Analiz bulguları sektörde çalışma sermayesi yatırımlarının uzun vadeli yatırımlardan daha fazla olduğunu göstermektedir. Sektörün borç devir hızının düşük olmasından dolayı sektörün oldukça düşük bir nakit döndürme süresine sahip olduğu söylenebilir. Analiz bulguları incelenen tüm dönemlerde otomotiv sektörünün negatif nakit döndürme süresine sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgu sektördeki firmaların büyük çoğunluğunun düşük stokta geçen süre ve düşük alacak tahsil süresine sahip olduğunu göstermekte ve firmaların çalışma sermayelerinin önemli bir kısmının tedarikçiler aracılığıyla kısa vadeli ticari borçlanmalardan sağlandığını göstermektedir.

Sektöre ilişkin borçlanma oranları incelendiğinde, sektörde borçla finansmanın özsermayeye finansmana kıyasla daha yaygın bir şekilde tercih edildiği ve kullanılan yabancı kaynakların önemli bir bölümünün kısa vadeli borçlanmalar olduğu görülmektedir. Bu durum beraberinde finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri ile karşılaşma olasılığını getirirse de sektörün sahip olduğu yüksek faaliyet döngüsü ve düşük nakit döndürme süresi risklerin gerçekleşmesine engel olmakta ve satış gelirlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Çalışma döneminin içerdiği ve dünya genelinde önemli ekonomik sonuçlar doğuran Covid-19 pandemisinin etkilerinin en fazla

hissedildiği dönemler olan 2019-2020 dönemlerinde dahi sektörün kârlılık oranlarının sürekli artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Trend analizleri sonucunda, otomotiv sektöründe kredili satışların ve kısa vadeli borçlanmaların incelenen dönemde sürekli artış gösterdiği ve sektörün faaliyet döngüsünü hızlandırdıkları tespit edilmiştir. Özellikle incelenen son dönemler itibariyle otomotiv sektörünün daha ihtiyatlı bir çalışma sermayesi finansman politikası ve daha kısıtlayıcı bir çalışma sermayesi yatırım politikasını benimsediği tespit edilmiştir.

Finansal analiz sonuçları Covid-19 pandemisi, otomotiv sektöründe yarı iletken çip tedarikinde yaşanan problemler, Türkiye’de tecrübe edilen yüksek enflasyon ve döviz kurlarındaki yüksek volatilite gibi olumsuz gelişmelere rağmen sektördeki talebin yüksekliği ve motorlu araçlara duyulan ihtiyaçtan dolayı otomotiv sektörü firmalarında satış ve kârlılık oranlarının önemli oranda yükseldiğini göstermektedir. Otomotiv firmalarının çalışma sermayesi finansmanında uzun vadeli finansman kaynaklarından yararlanarak daha ihtiyatlı bir finansman politikası izlemelerinin, kısa vadeli borçlanma oranında düşüşe giderek stok bağımlılık oranlarını azaltmalarının, içsel sermaye kaynaklarından sağlanacak finansman imkanlarıyla özsermaye oranlarını artırmalarının ve aşırı borçlanmanın beraberinde getirme ihtimali bulunan finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini azaltmalarının olası talep düşüklüğü ve ekonomik veya finansal kriz durumlarında firmaların değer kaybını minimize etmelerine yardımcı olacağı düşünülmektedir. Çalışma kapsamında elde edilen bulguların, finansal politika geliştirme sürecinde firma yöneticilerine, kredi değerlendirmelerinde kreditorlere ve portföy yatırımlarında sermayedarlar, yatırımcılar ve yatırım şirketlerine fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö. (2013). Finansal yönetim. (9. Baskı), İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2017). Finansal yönetim. (5. Baskı), Ankara: Detay Yayınevi.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2017). Finansal yönetimde temel konular. (10. Baskı), Bursa: Ekin Yayınevi.
- Esmer, Y. ve Dayı, E. (2019). Stratejik Performans Yönetiminde Finansal Performans Değerlemesi: BİST Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 22 (2), 628-645.
- FINNET, Financial Informantion News Network, <https://www.finnet2000.com/f2000plus/>.
- KAP, Kamuyu Aydınlatma Platformu, <https://www.kap.org.tr/tr/>.
- Kayalı, C. A., ve Aktaş, İ. (2018). BİST'te Hisse Senetleri İşlem Gören Otomotiv Sektöründeki Firmaların TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerlemesi ve Analizi. Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(1), 43-59.
- Kushwaha, G. S., ve Sharma, N. K. (2016). Green Initiatives: A Step Towards Sustainable Development and Firm's Performance in the Automobile Industry. Journal of Cleaner Production, 121, 116-129.
- ODMD, Otomotiv Distribütörleri & Mobilite Derneği, Makroekonomik Değerlendirme Raporu, Ocak 2023, https://www.odmd.org.tr/web_2837_1/neuralnetwork.aspx?type=26 , Erişim Tarihi: 20.08.2023.
- OSD, Otomotiv Sanayii Derneği, Aylık Değerlendirme Raporu, Aralık 2022, <https://www.osd.org.tr/osd-yayinlari/otomotiv-sektoru-aylik-degerlendirme-raporlari> , Erişim Tarihi: 20.08.2023.
- OSD, Otomotiv Sanayii Derneği, 2021 Yılı Küresel Değerlendirme Raporu, Eylül 2022, <https://www.osd.org.tr/osd-yayinlari/kuresel-otomotiv-sektoru-degerlendirme-raporlari> , Erişim Tarihi: 20.08.2023.
- Özari, Ç., ve Demir Erol, E. (2019). Trend Analizi ve Gri İlişkisel Analiz Yöntemleriyle Finansal Performans Analizi. Research Studies Anatolia Journal, 2(5), 230-246.
- Ross, S., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). Corporate finance fundamentals. (8th Edition), Singapore: McGraw-Hill.
- TÜİK, Türkiye İstatistik Kurumu, Dış Ticaret İstatistikleri, <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/Get-Kategori?p=Dis-Ticaret-104> , Erişim Tarihi: 20.08.2023.
- UNDP, Automotive Industry Analysis Report and Guide (2021). COVID-19 Crisis Response and Resilience Project, Republic of Turkey Ministry of Industry and Technology, UNDP. Ankara. Erişim Tarihi: 03.09.2023.
- Yurdakul, M. ve İç, Y. T. (2003) Türk Otomotiv Firmalarının Performans Ölçümü ve Analizine Yönelik TOPSIS Yöntemini Kullanan Bir Örnek Çalışma. Gazi Üniv. Müh. Mim. Fak. Der., 18(1), 1-18.
- Yurttadur, M. (2015). Finansal Analiz. F. Kaya (eds.) Finansal Yönetimç (ss. 127-169). İstanbul: Beta Basım.

Enerji Sektörü Finansal Analizi

Kemal Faruk Yazgan¹

Şakir Sakarya²

Özet

Finansal analiz, sektörde yer alan işletmelerin varlıklarını sağlıklı bir biçimde devam ettirebilmelerinin tespiti açısından oldukça önemlidir. Oran analizi işletmelerin finansal performanslarının belirlenmesinde en sık kullanılan finansal analiz yöntemlerinden birisidir. Bu kapsamda çalışmada Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören ve enerji, sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2018 – 2022 yılları arasındaki verileri incelenerek finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Analiz kapsamına analiz dönemleri itibarıyla verilerine kesintisiz ve tam olarak ulaşılabilen işletmeler dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda elde edilen sonuçlar sektörel açıdan değerlendirilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

1. Giriş

Günümüzde enerji, ülkelerin ekonomik kalkınmalarını ve sosyal refahlarını sağlayan çok önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla enerji bu önemli rolünün yanı sıra küresel rekabette ulusal ekonomilerin rekabet edebilirliğini artıran ve bu sayede toplumun refah seviyesini yükselmesini sağlayan stratejik bir kaynak olarak görülmektedir. Bu sebeple sosyal ve ekonomik hayatın en temel ihtiyacı, doğaya duyarlı, güvenilir ve düşük maliyetli enerji arzının temin edilmesidir. Sanayileşmede görülen hızlı artış ve teknolojideki gelişim ile beraber gerek bireylerin gerekse de işletmelerin her geçen gün enerjiye olan ihtiyaçları artmaktadır. Enerji kullanılmaksızın, bireylerin günlük ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri ve işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmeleri neredeyse mümkün olmamaktadır. Enerji ihtiyacının sağlanabilmesi için birbirinden farklı enerji kaynaklarından yararlanılmaktadır. Enerji kaynaklarının sınıflandırılmasında ise dönüştürülebilirlik özelliği önem arz etmektedir. Bu bağlamda enerji kaynakları birincil ve ikincil enerji kaynağı olarak iki sınıfa ayrılmaktadır. Enerji kaynaklarından birincil enerji kaynağının dönüştürülme özelliği bulunmazken, ikincil enerji kaynakları ise birincil enerji kaynaklarının dönüştürülmesi ile ortaya çıkmaktadır.

Finansal oran analizi, işletmelerde parasal değerlere ilişkin faaliyetlerinin sonuçlarının ölçülmesi amacıyla kullanılmaktadır. Analiz sonucunda elde edilen veriler ile işletmelerin geçmiş dönem faaliyetlerinin değerlendirilmesi ve gelecek dönemlere ait kararlar alınmasına yardımcı olmaktadır. Finansal oranların analiz edilmesi sayesinde işletmelerin likidite kullanımı, mali yapı durumları, varlık kullanımları ve karlılık seviyelerine ilişkin bilgilere ulaşılabilmektedir. Ulaşılan

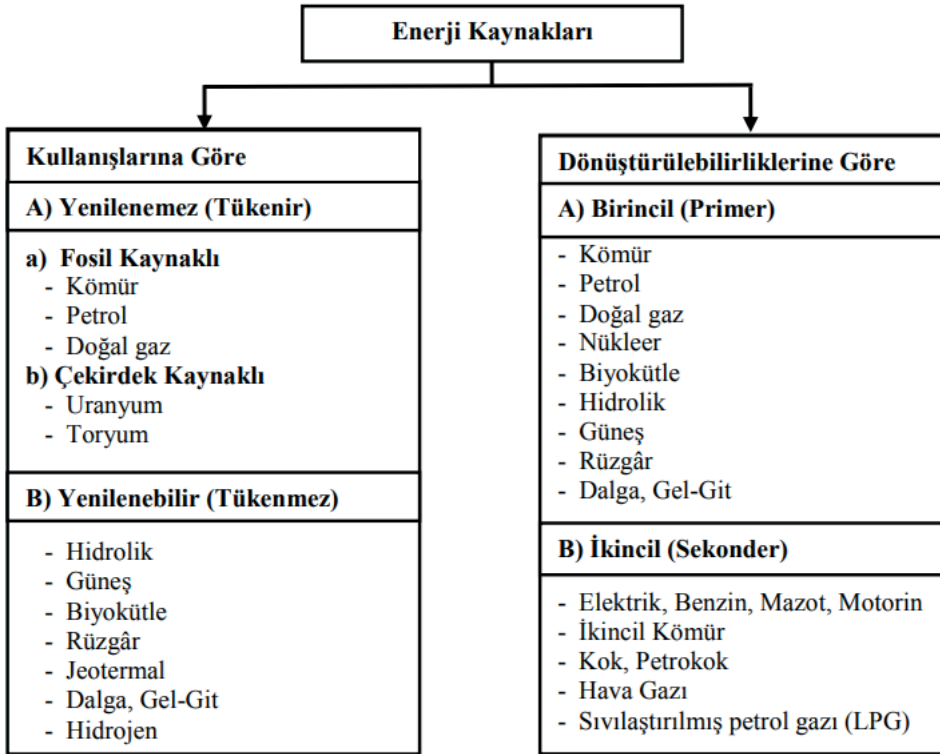
- 1 Dr., Vergi Müfettişi, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Vergi Denetim Kurulu Başkanlığı, İstanbul, kemal.faruk.yazgan@vdk.gov.tr, ORCID ID: 0000-0003-4084-2969
- 2 Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Balıkesir, sakarya@balikesir.edu.tr, ORCID ID: 0000-0003-2510-73843.

bilgiler işletme yöneticileri tarafından göz önünde bulundurularak, yapılacak yatırımlarda hangi kaynakların kullanılacağına ve bu kaynakların doğru kullanılmasına yönelik kararların belirlenmesinde etkili olabilecektir. Bu amaçla Türkiye'nin ekonomisine büyük katkı sağlayan enerji sektörünün finansal yapısının belirlenebilmesi için sektöre ait işletmelerin finansal verilerinin analiz edilmesi yerinde olacaktır.

Bu çalışmanın amacı BİST Enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal tablolarının analiz edilerek işletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesidir. Bu amaçla, BİST Elektrik Endeksinde (XELEKT) faaliyet gösteren altı enerji sektörü işletmesi örnek olarak ele alınmış ve finansal tabloları üzerinde inceleme yapılmıştır. Çalışmada ilk olarak Türkiye'de ve Dünya'da enerji sektörü ile ilgili genel bilgilere yer verilmiş, daha sonra enerji sektörü işletmelerinin 2018 – 2022 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak işletmelerin likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları ve karlılık oranları hesaplanmıştır. Son olarak da oran analizlerinden elde edilen veriler değerlendirilerek enerji sektörü işletmelerine yönelik önerilerde bulunulmuştur.

2. Dünyada ve Türkiye'de Enerji Sektörü

Sanayileşmenin hızla artması, şehirleşme ve nüfus artışı enerjiye olan ihtiyacı artırmaktadır. Sanayide, meskenlerde ve ulaşımda enerji tüketiminin yoğun olması, insan sağlığı ve çevre üzerinde olumsuz etkinin artmasına ve enerji kaynaklarının hızla tükenmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda ise enerji tüketiminin çevre üzerindeki tehdidin artması ve kaynakların azalması enerjide alternatif kaynaklara yönelmeyi hızlandırmıştır. Enerji kaynakları birbirinden farklı formda olması nedeniyle farklı şekilde sınıflandırılmaktadır (Alagöz vd., 2021).



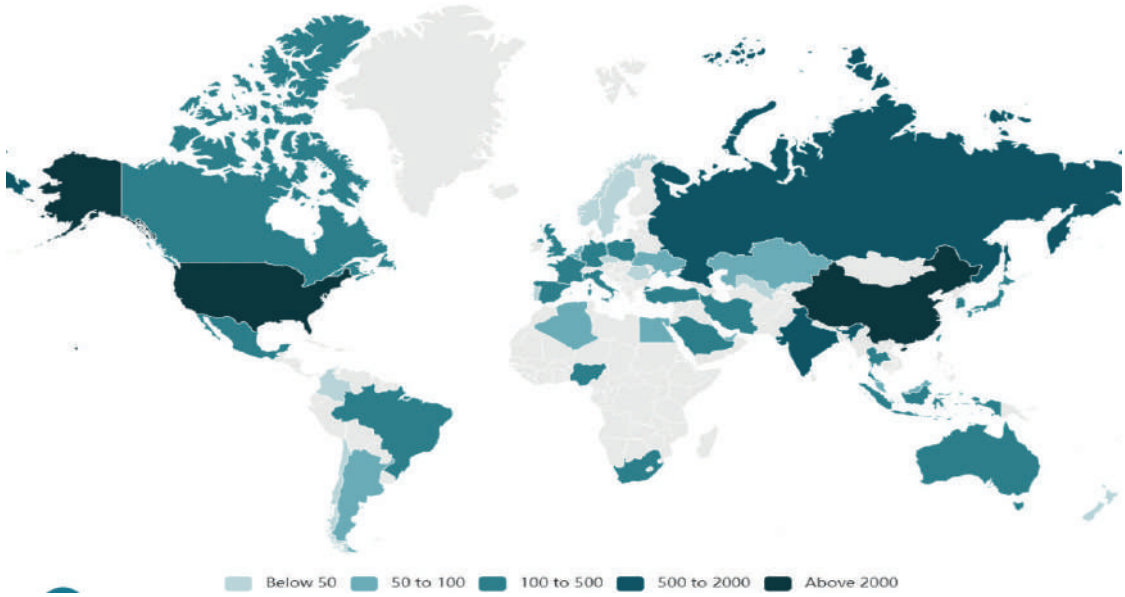
Şekil 1. Enerji Kaynaklarının Sınıflandırılması

Kaynak: Koç ve Şenel, 2013: 33.

Enerji kaynakları Şekil 1’de olduğu gibi kullanışlarına göre ve dönüştürülebilirliklerine göre iki sınıfta gösterilmiştir. Kullanışlarına göre enerji kaynakları yenilebilir ve yenilenemez enerji kaynakları olarak iki sınıfa ayrılırken, dönüştürülebilirliklerine göre ise birincil ve ikincil enerji kaynakları olarak iki sınıfa ayrılmaktadır (Adaçay, 2014).

2.1. Dünyada Enerji Sektörü

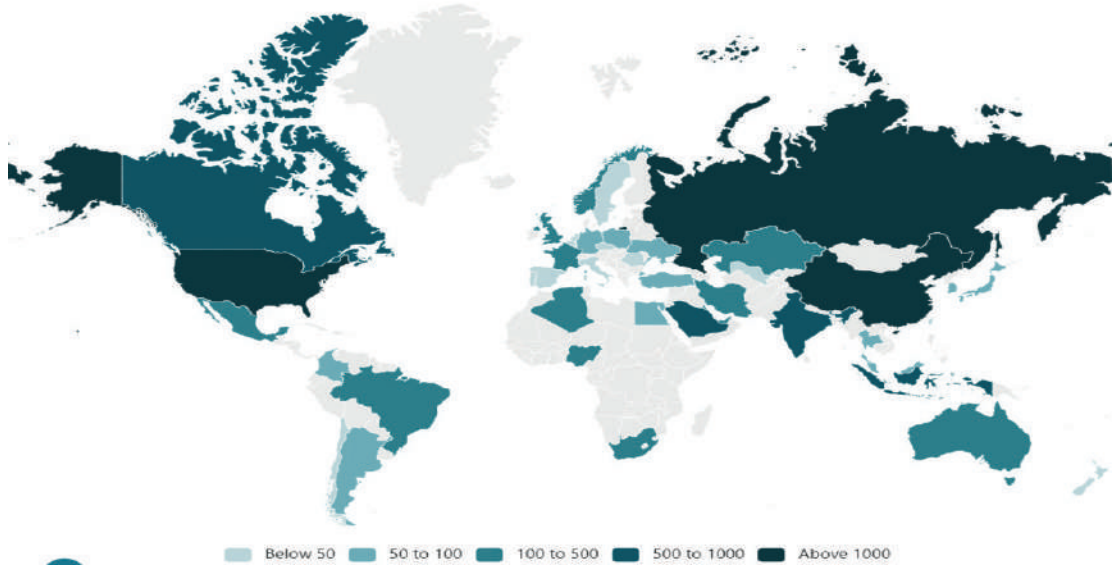
Dünyada enerji kaynakları tüm ülkelere eşit olarak dağılmamıştır. Bazı ülkeler enerji rezervlerine sahip olup enerji üreticisi konumundayken, bazı ülkeler ise enerji kaynaklarına sahip olmaya çalışan enerji tüketicisi konumundadır. Ülkeler arası ticaret yapılması ve bu ticaretin güvenli bir şekilde gerçekleştirilmesi için enerji stratejik bir konuma sahiptir (İTÜ, 2007).



Şekil 2. Dünyada 2022 yılında Toplam Enerji Tüketimi-Bölgesel Dağılımı (Mtoe³)

Kaynak: Enerdata (2023). *Global Statistical Yearbook 2023*. Erişim Adresi: <https://yearbook.enerdata.net>
Erişim Tarihi: 01.08.2023

2022’de enerji tüketimi büyümesinin en büyük iki tüketici ülkede yavaşladığı görülmektedir. Dünyanın en büyük enerji tüketicisi (2022’de %25) olan Çin’de %3 (2021’de %5,2’lik artışa kıyasla) artarken, ABD’de %1,8 artmıştır (2021’de %4,9 artmıştı). Güçlü ekonomik büyüme Hindistan’da %7,3, Endonezya’da %21, Suudi Arabistan’da %8,4, Kanada’da %3,8, Latin Amerika’da (Brezilya’da %2,7, Meksika’da %2,4 ve Arjantin’de %4,5), Güney Afrika’da kömür arzı gerilimleri ve enerji sektöründeki zorunlu yük artma nedeniyle %4,5’lik bir tüketim düşüşüne rağmen Afrika’da ve Orta Doğuda da yaklaşık %3 arttığı görülmüştür. Dünyadaki tüm bu ülkelerin aksine, Avrupa’da birincil enerji tüketiminin %4 azaldığı görülmüştür.



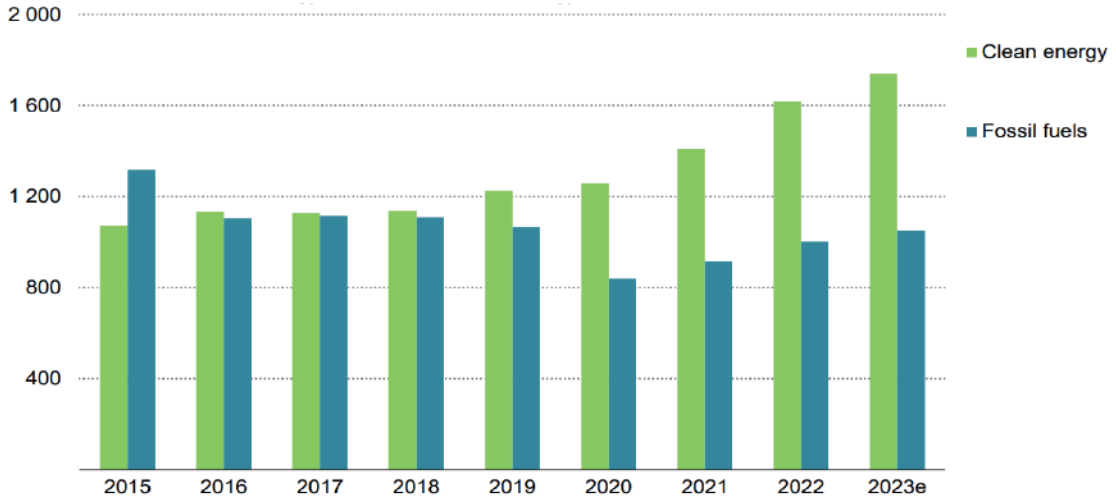
Şekil 3. Dünyada 2022 yılında Toplam Enerji Üretimi-Bölgesel Dağılımı (Mteo)

Kaynak: Enerdata (2023). *Global Statistical Yearbook 2023*. Erişim Adresi: <https://yearbook.enerdata.net>
Erişim Tarihi: 01.08.2023

2022 yılında küresel enerji üretimi, 2010-2019 yılları arasında %1,6 olan yıllık ortalamasının çok üzerinde hızlanarak %3,7 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme Çin %5,6, ABD %5,8, Suudi Arabistan %15, Hindistan %7,9, Endonezya %9,4 ve Brezilya %7,8 artışla, Rusya %4,4, Avrupa Birliği %6,2 ve Afrika %0,9 düşükle dengelediği görülmüştür.

Dünyada enerji kaynaklarının tüketim oranlarına bakıldığında, fosil yakıt kaynaklarının oranının yüksek olduğu görülmektedir. Fosil yakıttan enerji tüketimi 2000 yılında %87 iken, 2018 yılında bu rakam %85 oranına gerilemiştir. Enerji kaynaklarında hidroelektrik ve yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımı artarken, nükleer enerji kullanımı azalmaktadır. Uluslararası enerji kuruluşlarının tahminlerine göre 2040 yılına kadar fosil kaynakların enerji tüketimi içindeki oranı ilk sıralarda yer alacaktır (Ülkü ve Yapılır, 2021).

Dünya nüfusunda yaşanan hızlı artış ve küresel büyüme beraberinde enerji ihtiyacını artırmaktadır. Artan enerji ihtiyacının karşılanabilmesi için küresel enerji yatırımları yapılmaktadır. Şekil 4'te, 2015-2023 dönemindeki toplam temiz enerji ve fosil yakıtlara yapılan küresel enerji yatırımları gösterilmiştir.



Şekil 4. Toplam Temiz Enerji ve Fosil Yakıtlara Küresel Enerji Yatırımı, 2015-2023e⁴ (milyar dolar)

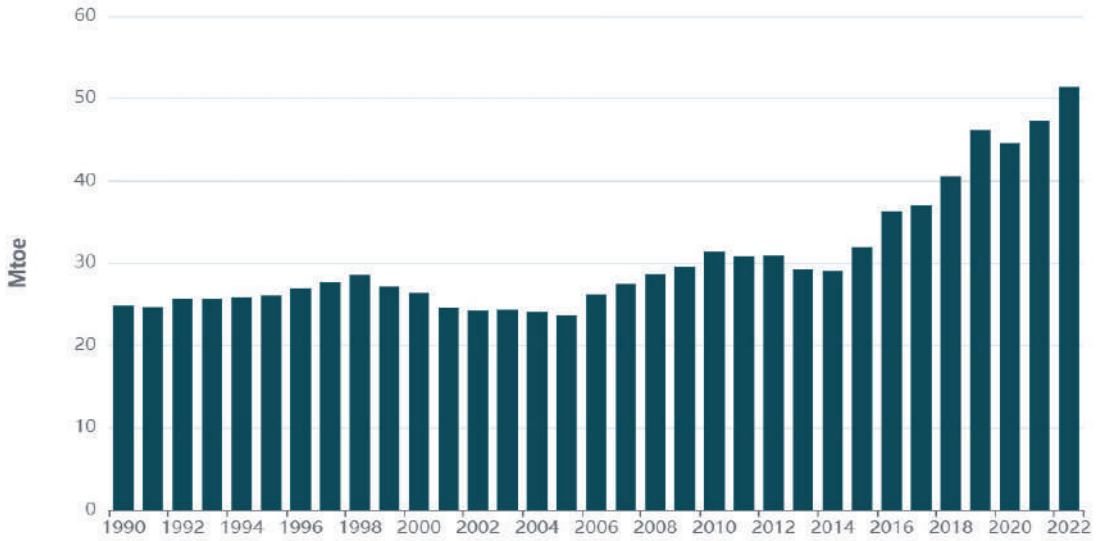
Kaynak: IEA (2023). *World Energy Investment 2023*. Erişim Adresi: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/WorldEnergyInvestment2023.pdf> Erişim Tarihi: 02.08.2023

Yıllar itibariyle küresel enerji yatırımları göz önünde bulundurulduğunda temiz enerji yatırımlarının özellikle 2020 yılı sonrasında artış eğiliminde olduğu görülmektedir. 2023 yılı tahmini rakamları değerlendirildiğinde yaklaşık 3 trilyon dolar civarında enerji yatırımları gerçekleştirilecektir. Küresel enerji yatırımlarının içindeki temiz enerji yatırımları oranlarının fosil yakıt kaynaklarına göre daha fazla olduğu gözlemlenmektedir.

2.2. Türkiye’de Enerji Sektörü

Enerji sektörü, Türkiye’nin ekonomik kalkınmasında önemli bir role sahip olan ve sosyal gelişmesinde büyük önem taşıyan bir sektördür. Türkiye, enerji kaynaklarının bulunduğu alanlara yakın olması nedeniyle coğrafi konumu itibariyle de avantajlı bir ülke konumundadır (Alodalı vd., 2020). Türkiye, enerji açığı veren yani ürettiğinden daha fazla tüketim yapan ülkeler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla enerjide dışa bağımlılığı fazla olan ülke konumundadır. Aşağıda yer alan Şekil 5’te Türkiye’nin 1990-2022 yılları arasında toplam enerji üretimi yer almaktadır.

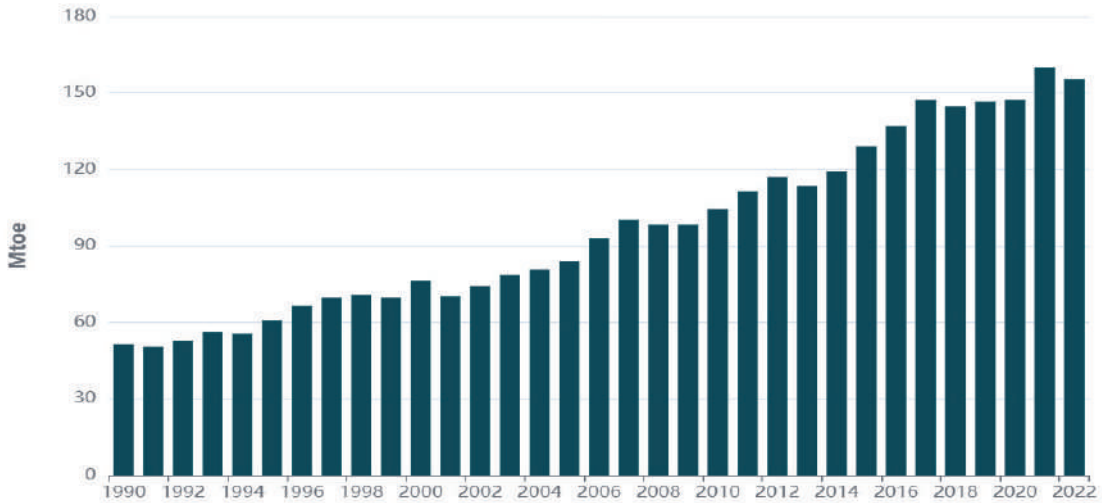
4 2023e = 2023 için tahmini değerler



Şekil 5. Türkiye'nin 1990-2022 Yılları Arasında Toplam Enerji Üretimi

Kaynak: Enerdata (2023). Global Statistical Yearbook 2023. Erişim Adresi: <https://yearbook.enerdata.net>
Erişim Tarihi: 03.08.2023

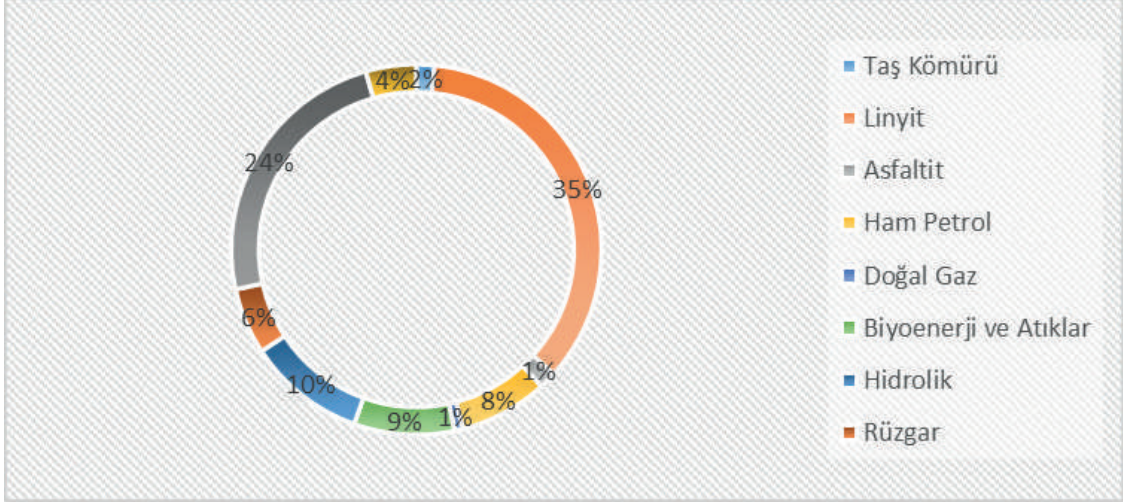
1990 yılında Türkiye'de enerji üretimi 25 Mtoe (milyon ton petrol eşdeğeri) düzeyinde iken 2016 yılından sonra enerji üretimi yükselme trendine girmiştir. 2022 yılında Türkiye'de enerji üretimi 51 Mtoe (milyon ton petrol eşdeğeri) düzeyine ulaşarak 1990 yılındaki üretimini yaklaşık % 100 artırmıştır. Aşağıda yer alan Şekil 6'da ise Türkiye'nin 1990-2022 yılları arasındaki toplam enerji tüketimi yer almaktadır.



Şekil 6. Türkiye'nin 1990-2022 Yılları Arasında Toplam Enerji Tüketimi

Kaynak: Enerdata (2023). Global Statistical Yearbook 2023. Erişim Adresi: <https://yearbook.enerdata.net>
Erişim Tarihi: 03.08.2023

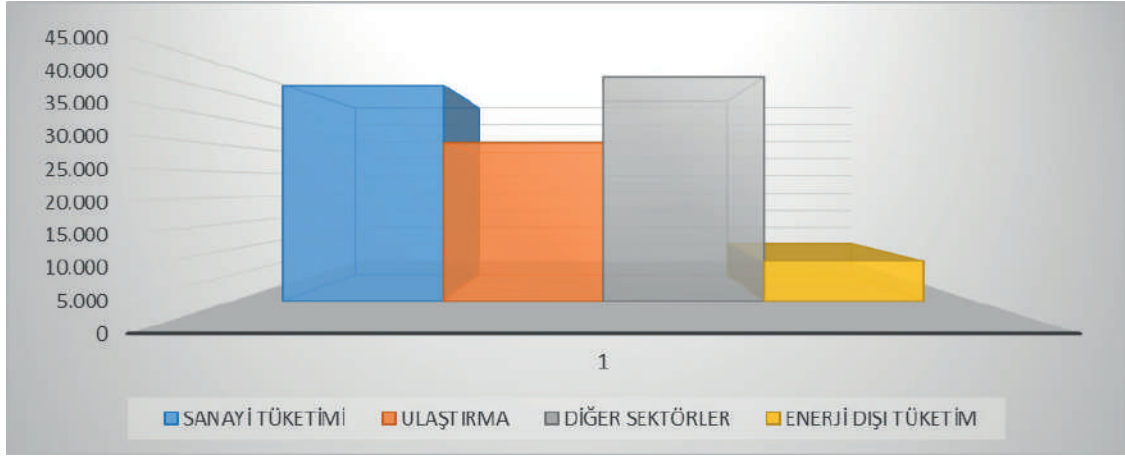
1990 yılında Türkiye’de enerji tüketimi 51 Mtoe (milyon ton petrol eşdeğeri) düzeyinde iken yıllar itibariyle yükseliş trendine girmiştir. 2022 yılında Türkiye’de enerji tüketimi 156 Mtoe (milyon ton petrol eşdeğeri) düzeyine ulaşmıştır. Türkiye’nin 1990 yılından itibaren enerji üretiminin, enerji tüketimini karşılamadığı görülmektedir. 2022 yılında tüketimi karşılama oranı % 32 seviyesindedir.



Şekil 7. Türkiye’de 2021 Yılında Birincil Enerji Arzının Kaynaklarına Göre Dağılımı (Yerli Üretim Verileri)

Kaynak: EİGM (Enerji İşleri Genel Müdürlüğü) (2023), 2021 Yılı Ulusal Enerji Denge Tablosu Erişim Adresi: <https://enerji.gov.tr/eigm-raporlari> Erişim Tarihi: 03.08.2023

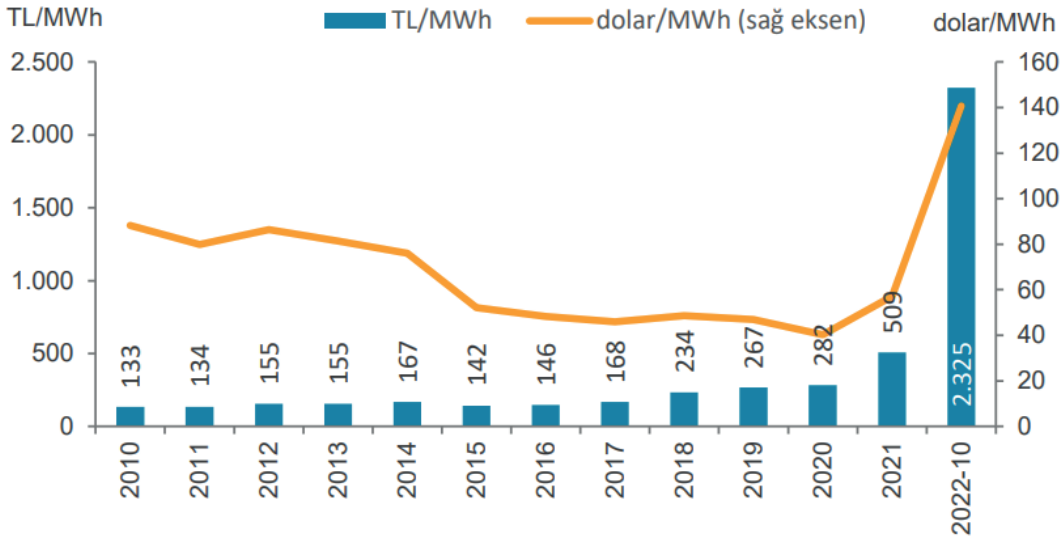
Türkiye’de enerji ihtiyacının karşılanabilmesi için birincil enerji arzının (yerli üretim) %62 si yenilenebilir enerji kaynaklarından sağlanmaktadır. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı’nın verileri göz önünde bulundurulduğunda 2021 yılında birincil enerji arzının (yerli üretim) içerisinde taş kömürü ve linyit payı %36, ham petrol ve doğalgazın payı %8 ve yenilenebilir enerji kaynaklarının payı ise %62 olarak gerçekleşmiştir. Yerli üretim verilerinin düşük olması ve rezervlerin yetersiz kalması nedeniyle Türkiye 2021 yılında toplam enerji arzının % 78’ini ithalat yaparak karşılamıştır (EİGM, 2023).



Şekil 8. Türkiye’de 2021 Yılında Toplam Nihai Enerji Tüketiminin Sektörlere Göre Dağılımı

Kaynak: EİGM (Enerji İşleri Genel Müdürlüğü) (2023), 2021 Yılı Ulusal Enerji Denge Tablosu Erişim Adresi: <https://enerji.gov.tr/eigm-raporlari> Erişim Tarihi: 03.08.2023

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı’nın verilerine göre 2021 yılında toplam nihai enerji tüketimi 123.144 (BİN TEP) olarak gerçekleşmiştir. Enerji tüketiminin sektörler itibariyle tüketim dağılımına bakıldığında sanayi sektörü %33’ünü, ulaştırma sektörü %24’ünü, diğer sektörler (konut, ticaret-hizmetler ve tarım-hayvancılık) %35’ini ve enerji dışı tüketim (Petro Kimya Feedstock) %6’sını faaliyetleri için kullanmışlardır (EİGM, 2023).



Şekil 9. Piyasa Takas Fiyatı (PTF) Yıllık Ağırlıklı Ortalama Gelişimi

Kaynak: TSKB (2022). Enerji Görünümü 2022. Erişim Adresi: <https://www.tskb.com.tr/uploads/filer/enerji-gorunumu-final.pdf> Erişim Tarihi: 04.08.2023

Şekil 9’da Piyasa Takas Fiyatı (PTF) yıllık ağırlıklı ortalama gelişimi yer almaktadır. PTF ağırlıklı ortalaması 2021 yılında elektrik talebinin artması, küresel gelişmeler ve emtia fiyatlarındaki yükseliş sebebiyle artış göstermiştir. 2020 yılı ağırlıklı ortalama MWh başına Türk

Lirası cinsinden 282,2 ve Amerikan Doları cinsinden 40,2 olan PTE, 2021 yılında her iki para cinsinde önemli bir artış göstermiştir. 2021 yılında ağırlıklı ortalama PTE, MWh başına Türk Lirası cinsinden 508,5 ve Amerikan Doları cinsinden 57,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın en önemli sebebi, 2021 yılının son çeyreğindeki küresel bazda doğalgaz ve sıvılaştırılmış doğalgaz fiyatlarında meydana gelen artıştır. 2022 yılında fiyat baskısının artmasının nedeni ise Rusya'nın Ukrayna'yı işgal girişimi olarak görülmektedir (TSKB, 2022).

2.3. Analiz Kapsamına Alınan İşletmeler

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören Enerji Sektöründe yer alan işletmelerin finansal tabloları kullanılarak analiz yapılmıştır. Borsa İstanbul'da Enerji Sektöründe yer alan ve analiz kapsamına dahil edilen işletmeler aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 1. Analiz Kapsamına Alınan İşletmeler

SIRA NO	BİST KODU	İŞLETME ADI
1	AKENR	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
2	AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.
3	AKSUE	Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.
4	AYEN	Ayen Enerji A.Ş.
5	ENJSA	Enerjisa Enerji A.Ş.
6	ZOREN	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Yapılan çalışma, Borsa İstanbul Enerji Sektöründe yer alan 6 işletmenin 2018-2022 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmada işletmelerin çalışma kapsamındaki hesap dönemlerine ait konsolide bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır. Veriler analiz edilirken Microsoft Excel 2016 paket programı kullanılmıştır.

3. Enerji Sektöründeki İşletmelerin 2018-2022 Yılları Oran Analizi

Enerji şirketlerinin performansının ölçülmesinde kullanılan yöntemlerden biri finansal oranlar aracılığıyla yapılan finansal analizlerdir. Kritik öneme sahip finansal oranların hesaplanarak işletmelerin karşılaştırıldığı analizler yapıldığı gibi finansal oranların sektör ortalamaları hesaplanarak da ilgili işletmelerin finansal analizi yapılabilmektedir (Akgün, 2022). Çalışmanın bu bölümünde analiz kapsamına alınan Enerji Sektöründeki 6 İşletmenin likidite, faaliyet, finansal yapı ve karlılık oranlarını içine alan oran analizine yer verilmiştir.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları cari oran, asit test oranı ve nakit oranından oluşmakta ve işletmelerin kısa dönemde yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesini gösteren oranlardır. Aşağıda sektörde yer alan ve analiz kapsamında değerlendirilen şirketlerin Likidite Oranları ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Cari oran, işletmelerin kısa vadeli borçlarını dönen varlıklar ile karşılama gösteren işletme sermaye yeterlilik gücünü ortaya koyan bir likidite oranıdır. Bu oran ile işletmelerin kısa vadeli borç düzeylerinin üzerinde dönen varlıklara sahip olması beklenmekle birlikte bu oranın düzeyi işletmelerin içinde buldukları sektöre ve işletmelerin dönen varlıklarının likiditeye

çevrilebilme durumuna göre değişkenlik gösterebilmektedir. Cari oranı yüksek olan işletmelerin likidite düzeyleri bakımından iyi olmakla beraber, oranın çok yüksek olması işletmenin karlılığı bakımından aleyhte bir sonuç doğurabilmektedir.

Tablo 2. İşletmelerin Cari Oran Değerleri ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Cari Oran					Ortalama
	2018	2019	2020	2021	2022	
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,22	0,52	0,60	0,96	1,11	0,68
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,86	0,91	1,05	1,14	1,43	1,08
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,38	0,70	0,19	0,49	0,20	0,39
Ayen Enerji A.Ş.	0,57	0,40	0,34	0,62	1,46	0,68
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,84	0,79	0,83	0,90	0,70	0,81
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,56	0,51	0,50	0,68	0,60	0,57
SEKTÖR ORTALAMASI	0,57	0,64	0,59	0,80	0,92	0,70

Tablo 2’de sektörün cari oran ortalaması 2018 yılında 0,57 iken artış eğilimi göstermiş ve 2022 yılında 0,92 olmuştur. Analiz kapsamına alınan işletmelerin 2018-2022 yılları arasında cari oranları 1’in altında iken, 2020 ve 2021 yıllarında Aksa Enerji Üretim A.Ş., 2022 yılında ise Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş.’nin Cari Oranları 1’in üzerine çıkmıştır.

Sektörde yer alan şirketlerin beş yıllık Cari Oran ortalaması ise 0,70 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Aksa Enerji ve Enerjisa şirketlerinin cari oran ortalamaları sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşirken diğer şirketlerin cari oranlarının bu ortalamanın altında kaldığı görülmüştür.

Asit test oranı, stok kalemlerinin hesaplamaya dahil edilmeden işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme durumunu belirlemeye yönelik bir likidite oranıdır. Bu oran ile işletmelerin stoklarını elden çıkaramadıkları veya stoklarında değer düşüklüğü yaşanması durumunda kısa vadeli yükümlülüklerini hangi düzeyde sağlayabilecekleri belirlenir.

Tablo 3’de sektörün Asit Test Oranı ortalaması 2018 yılında 0,54 iken artış eğilimi göstermiş ve 2022 yılında 0,90 olmuştur. Analiz kapsamına alınan işletmelerin 2018-2022 yılları arasındaki verileri incelendiğinde, Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin 2021 ve 2022 yıllarında; Aksa Enerji Üretim A.Ş.’nin tüm yıllarda; Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.’nin 2019 yılında; Ayen Enerji A.Ş.’nin 2018 ve 2022 yıllarında; Enerjisa Enerji A.Ş.’nin 2022 yılı hariç kalan dört yılda; Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin ise 2018 yılında sektör ortalamasının üzerinde asit test oranı gerçekleşmiştir.

Tablo 3. İşletmelerin Likidite (Asit Test) Oranı Değerleri ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Likidite Oranı (Asit Test Oranı)					
	2018	2019	2020	2021	2022	Ortalama
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,22	0,52	0,57	0,95	1,10	0,67
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,74	0,82	1,01	1,10	1,40	1,01
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,34	0,67	0,18	0,47	0,19	0,37
Ayen Enerji A.Ş.	0,57	0,40	0,34	0,62	1,46	0,68
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,82	0,61	0,81	0,87	0,65	0,75
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,55	0,50	0,49	0,66	0,58	0,56
SEKTÖR ORTALAMASI	0,54	0,59	0,57	0,78	0,90	0,67

Diğer taraftan sektörde yer alan şirketlerin beş yıllık Asit Test Oranı ortalaması ise 0,67 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Aksa Enerji ve Enerjisa şirketlerinin asit test oranı ortalamaları sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşirken diğer şirketlerin cari oranlarının bu ortalamanın altında kaldığı görülmüştür. Özellikle Aksu enerjinin ortalaması sektör ortalamasının oldukça altında (0,37) gerçekleşmiştir.

Sektörde yer alan şirketlerin Cari Oran ve Asit Test Oranları karşılaştırıldığında oranların birbirlerine oldukça yakın olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bunun temel nedeni ise Elektrik Gaz ve Su sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ürettikleri ürünlerin stoklanamaz özelliği nedeniyle stoklar kaleminin olmayışından kaynaklanmaktadır.

Nakit oranı, işletmelerin nakit ve nakit benzeri varlıkları ile kısa vadeli borçlarını karşılayabilme gücünü ortaya koymaktadır. Tablo 4'de belirtildiği üzere 2018 yılında sektörün nakit oran ortalaması 0,08 iken artış eğilimi göstererek 2022 yılında 0,30 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum sektörün yıllar itibariyle nakit ve nakit benzeri varlıklarında artış meydana gelmesi ve/veya kısa vadeli yabancı kaynaklarında ise azalış meydana gelmesini göstermektedir. 2018 yılında en yüksek nakit oranına (0,20) Ayen Enerji A.Ş., 2019, 2020 ve 2021 yıllarında en yüksek nakit oranına (0,19) Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., 2022 yılında en yüksek nakit oranına (0,91) Ayen Enerji A.Ş. işletmeleri sahip olmuştur. Bu bağlamda Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ile Ayen Enerji A.Ş.'nin sektör ortalamalarının çok üzerinde nakit oranı düzeyine sahip oldukları belirlenmiştir.

Sektörde yer alan şirketlerin beş yıllık Nakit Oranı ortalaması ise 0,16 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre Ayen Enerji (0,30) ve Akenerji (0,27) şirketlerinin nakit oranı ortalamaları sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşirken diğer şirketlerin nakit oranlarının bu ortalamanın altında kaldığı görülmüştür. Özellikle Aksu enerjinin ortalaması sektör ortalamasının oldukça altında (0,37) gerçekleşmiştir.

Tablo 4. İşletmelerin Nakit Oranı Değerleri ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Nakit Oran					
	2018	2019	2020	2021	2022	Ortalama
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,01	0,19	0,35	0,43	0,37	0,27
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,02	0,04	0,10	0,08	0,12	0,07
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,07	0,11	0,01	0,34	0,05	0,12
Ayen Enerji A.Ş.	0,20	0,04	0,12	0,21	0,91	0,30
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,08	0,06	0,07	0,03	0,27	0,10
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,10	0,10	0,09	0,12	0,10	0,10
SEKTÖR ORTALAMASI	0,08	0,09	0,12	0,20	0,30	0,16

3.2. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmek için varlıklarını ve kaynaklarını verimli ve etkili bir şekilde kullanıp kullanmadığını gösteren oranlardır. Bu bölümde faaliyet oranlarından en sık kullanılan alacak devir hızı, stok devir hızı, dönen varlık devir hızı ve aktif devir hızı oranlarına yer verilmiştir.

Tablo 5. İşletmelerin Alacak Devir Hızı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Alacak Devir Hızı					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	12,85	25,27	22,27	8,67	7,69	15,35
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3,08	1,89	2,67	2,61	4,95	3,04
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	7,17	7,97	6,56	5,69	6,19	6,72
Ayen Enerji A.Ş.	10,58	25,18	10,08	5,77	15,41	13,40
Enerjisa Enerji A.Ş.	5,22	6,46	7,39	5,48	14,85	7,88
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	10,64	8,04	6,02	4,09	4,27	6,61
SEKTÖR ORTALAMASI	8,26	12,47	9,17	5,39	8,89	8,83

Alacak devir hızı, işletmelerin alacaklarını tahsil edebilme kabiliyetini ortaya koyan önemli bir faaliyet oranıdır. Tablo 5'te belirtildiği üzere 2018 yılında sektörün alacak devir hızı ortalaması 8,26 iken 2019 yılında artarak 12,47'ye yükselmiştir. 2020 yılında alacak devir hızı 9,17 oranında, 2021 yılında 5,39 oranında, 2022 yılında ise 8,83 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2018 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.; 2019, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş. işletmelerinin olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin alacak devir hızı oranları sektör ortalamalarının altında gerçekleşmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde sektörün alacak devir hızının ilgili yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Tablo 6. İşletmelerin Stok Devir Hızı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Stok Devir Hızı					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	112,72	80,69	87,05	121,42	334,30	147,24
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	10,42	14,36	28,57	64,94	171,13	57,88
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	13,48	13,65	16,97	36,78	35,02	23,18
Ayen Enerji A.Ş.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Enerjisa Enerji A.Ş.	99,16	100,81	106,92	99,02	68,29	94,84
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	404,83	127,90	106,68	52,79	69,85	152,41
SEKTÖR ORTALAMASI	106,77	56,24	57,70	62,49	113,10	79,26

Tablo 6'da görüldüğü üzere 2018 yılında sektörün stok devir hızı ortalaması 106,77 iken 2019 yılında azalarak 56,24'e düşmüştür. 2020 yılında stok devir hızı 57,70 oranında, 2021 yılında 62,49 oranında, 2022 yılında ise 113,10 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2018 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., 2019 ve 2020 yıllarında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Enerjisa Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş., 2021 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş., 2022 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş. işletmeleri olduğu görülmektedir. Diğer işletmelerin stok devir hızı oranları sektör ortalamalarının altında olduğu görülmüştür. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. işletmesinin stok devir hızı 2018 yılında 404,83 iken 2022 yılına kadar azalış göstermiş ve 2022 yılında 69,85 olarak gerçekleşmiştir.

Stok devir hızı, işletmelerde stokların etkin kullanılıp kullanılmadığını ortaya koyan önemli faaliyet oranlarından birisidir. Ancak elektrik ve gaz sektörü gibi üretilen ürünlerin stoklanmaz olduğu sektörlerde bu oranın dikkatli analiz edilmesi gerekir. Çünkü stoklar oldukça düşük olacağı için doğal olarak da stok devir hızı oranları yüksek olacaktır. Dolayısıyla stok devir hızının değerlendirilmesinde bu hususun dikkate alınması büyük önem taşımaktadır.

Dönen varlık devir hızı, işletmelerin dönen varlıklarının hangi ölçüde etkin ve verimli kullanıldığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle dönen varlık devir hızı işletme sermayesinin ne kadar etkin kullanıldığını gösteren bir orandır.

Tablo 7. İşletmelerin Dönen Varlık Devir Hızı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Dönen Varlık Devir Hızı					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	6,81	7,51	6,00	2,56	4,54	5,48
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	1,92	2,08	2,09	1,95	4,00	2,41
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	3,60	1,40	4,48	1,27	3,33	2,82
Ayen Enerji A.Ş.	2,22	2,82	2,79	2,16	2,11	2,42
Enerjisa Enerji A.Ş.	3,12	3,36	3,17	2,39	3,84	3,18
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	1,97	1,92	2,01	1,80	2,22	1,98
SEKTÖR ORTALAMASI	3,27	3,18	3,42	2,02	3,34	3,05

Tablo 7’de görüldüğü üzere 2018 yılında sektörün dönen varlık devir hızı ortalaması 3,27 iken 2019 yılında azalarak 3,18’e düşmüştür. 2020 yılında dönen varlık devir hızı 3,42 oranında, 2021 yılında 2,02 oranında, 2022 yılında ise 3,34 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2018 ve 2020 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş., 2019 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş., 2021 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş., 2022 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş. işletmelerinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer işletmelerin dönen varlık devir hızı oranları sektör ortalamalarının altında olduğu görülmüştür. İşletmelerin dönen varlık devir hızlarının ilgili yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Aktif devir hızı, satış tutarlarının toplam varlıkların kaç katı olduğunu gösteren bu oran, işletmelerin varlıklarını etkin bir şekilde kullanıp kullanmadığını göstermektedir. Şirketlerin aktif devir hızlarına ilişkin sonuçlar tablo 8’de sunulmuştur.

Tablo 8. İşletmelerin Aktif Devir Hızı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Aktif Devir Hızı					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,39	0,27	0,32	0,30	0,75	0,41
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,73	0,66	0,76	0,67	1,37	0,84
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,15	0,16	0,20	0,21	0,26	0,20
Ayen Enerji A.Ş.	0,29	0,19	0,17	0,28	0,71	0,33
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,81	0,83	0,88	0,97	1,43	0,98
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,39	0,44	0,40	0,33	0,45	0,40
SEKTÖR ORTALAMASI	0,46	0,43	0,46	0,46	0,83	0,53

Tablo 8’de görüldüğü üzere 2018, 2020 ve 2021 yılında sektörün aktif devir hızı ortalaması 0,46 iken 2019 yılında azalarak 0,43’e düşmüştür. 2022 yılında ise 0,83 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2018, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş., 2019 yılında Aksa Enerji Üretim A.Ş., Enerjisa Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. işletmeleri olduğu gözlemlenmiştir. Diğer işletmelerin aktif devir hızı oranlarının sektör ortalamalarının altında olduğu görülmüştür. Genel olarak bakıldığında analiz edilen dönemler itibariyle sektörün aktif devir hızının 0,46 ve civarında olduğu ve istikrarlı bir seyir izlediği söylenebilir. Bu oran enerji sektörünün yapısal bir özelliğini de ortaya koymaktadır.

3.3. Mali Yapı Oranları

Mali yapı oranları, işletmelerin varlıklarının finansmanının hangi kaynaklarla yapıldığını gösteren oranlardır. Bu bölümde analiz kapsamında yer alan işletmelerin mali yapılarındaki değişimin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda yer alan oranlar hesaplanmıştır.

- ❖ Yabancı Kaynak Toplamı / Aktif Toplamı
- ❖ Özkaynak / Yabancı Kaynak Toplamı

- ❖ Özkaynak / Aktif Toplam
- ❖ Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Kaynak
- ❖ Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Kaynak

Finansal kaldıraç oranı (Yabancı Kaynak Toplamı / Aktif Toplamı), işletmelerin varlık toplamının ne kadarının üçüncü kişilerce sağlandığını göstermektedir. Tablo 9’da belirtildiği üzere 2018 yılında sektörün finansal kaldıraç oranı ortalaması 0,78 iken 2019 ve 2021 yılında azalarak 0,74’e düşmüştür. 2020 yılında finansal kaldıraç oranı ortalaması 0,78 oranında, 2022 yılında ise 0,67 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, 2018 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.; 2019 yılında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.; 2020, 2021 ve 2022 yıllarında Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. işletmeleri olduğu gözlemlenmiştir. Finansal kaldıraç oranlarının yüksek olması işletmeler açısından olumsuz olarak yorumlanabilir. Çünkü işletmelerin varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanım oranının yüksek olduğunu göstermektedir.

Tablo 9. İşletmelerin Finansal Kaldıraç Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Finansal Kaldıraç Oranı (Yab. Kay. Top. / Akt. Top.)					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,92	0,86	1,02	0,88	0,75	0,89
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,72	0,55	0,51	0,49	0,43	0,54
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,67	0,69	0,80	0,84	0,88	0,78
Ayen Enerji A.Ş.	0,79	0,71	0,74	0,67	0,55	0,69
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,72	0,71	0,71	0,70	0,64	0,70
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,86	0,91	0,89	0,83	0,74	0,85
SEKTÖR ORTALAMASI	0,78	0,74	0,78	0,74	0,67	0,74

Mali yapı oranlarının analizinde kullanılan ikinci oran finansman oranı (Özkaynak / Yabancı Kaynak Toplamı)’dır. Finansman oranı işletmelerin mali olarak bağımsızlık seviyesini ortaya koymaktadır. Finansman oranının 1 olması beklenmektedir. Finansman oranı 1’den daha büyük bir oransa işletmeyi alacaklı konumunda bulunan üçüncü şahısların baskısından muhafaza eder. Eğer finansman oranı 1’den küçükse, işletmeye kredi temin edenlerin, işletmenin sahipleri ve ortaklarından daha fazla oranda yatırım yaptığını ifade eder (Akdoğan ve Tenker, 2010).

Tablo 10. İşletmelerin Finansman Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Finansman Oranı (Öz Kay. / Yab. Kay. Top.)					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,09	0,16	-0,02	0,14	0,34	0,14
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,39	0,82	0,94	1,05	1,33	0,91
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,50	0,45	0,25	0,19	0,13	0,30
Ayen Enerji A.Ş.	0,26	0,40	0,36	0,48	0,81	0,46
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,39	0,41	0,41	0,43	0,57	0,44
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,16	0,10	0,12	0,21	0,35	0,19
SEKTÖR ORTALAMASI	0,30	0,39	0,34	0,42	0,59	0,41

Tablo 10'da belirtildiği üzere 2018 yılında sektörün finansman oranı ortalaması 0,30 iken 2019 yılında artarak 0,39'a yükselmiştir. 2020 yılında finansman oranı ortalaması 0,34 oranında, 2021 yılında 0,42 oranında, 2022 yılında ise 0,59 oranında gerçekleşmiştir. 2018 -2022 yılları arasında P'in üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, Aksa Enerji Üretim A.Ş. işletmesinin 2021 ve 2022 yıllarında en yüksek orana sahip olduğu görülmüştür.

Özkaynakların aktif toplamına oranı, işletmelerin varlıklarının ne kadarının işletme ortakları veya sahipleri tarafından karşılandığını gösterir. Bu oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli yabancı kaynaklarının ve bunlara ait finansman giderlerinin geri ödenmesinde herhangi bir zorlukla karşılaşmayacağını ifade eder.

Tablo 11. İşletmelerin Özkaynak / Aktif Toplamı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Özkaynak/ Aktif Toplam					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,08	0,14	-0,02	0,12	0,25	0,11
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,28	0,45	0,49	0,51	0,57	0,46
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,33	0,31	0,20	0,16	0,12	0,22
Ayen Enerji A.Ş.	0,21	0,29	0,26	0,33	0,45	0,31
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,28	0,29	0,29	0,30	0,36	0,30
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,14	0,09	0,11	0,17	0,26	0,15
SEKTÖR ORTALAMASI	0,22	0,26	0,22	0,27	0,34	0,26

Tablo 11'de de görüldüğü üzere 2018 ve 2020 yıllarında sektörün özkaynakların aktif toplamına oranı ortalaması 0,22 iken 2019 yılında artarak 0,26'ya yükselmiştir. 2021 yılında özkaynakların aktif toplamına oranı ortalaması 0,27 oranında, 2022 yılında ise 0,34 oranında gerçekleşmiştir. 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş. incelenen yılların tamamında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olduğu görülmüştür.

Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranı, işletmelerin varlıklarının hangi oranda kısa vadeli yabancı kaynaklar ile karşılandığını ifade eder. Avrupa kıtasında yer alan ülkelerde sınai işletmelerinde bu oranın 1/3'ün üzerinde olmaması kabul edilmektedir eder (Akdoğan ve Tenker, 2010).

Tablo 12. İşletmelerin KVYK / Toplam Kaynak Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	K.V.Y.K/Toplam Kaynak					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,26	0,07	0,09	0,12	0,15	0,14
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,44	0,35	0,35	0,30	0,24	0,34
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,11	0,16	0,23	0,33	0,40	0,25
Ayen Enerji A.Ş.	0,23	0,17	0,18	0,21	0,23	0,20
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,31	0,31	0,34	0,45	0,53	0,39
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,36	0,45	0,38	0,27	0,34	0,36
SEKTÖR ORTALAMASI	0,29	0,25	0,26	0,28	0,32	0,28

Tablo 12’de belirtildiği üzere 2018 yılında sektörün kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranı ortalaması 0,29 iken 2019 yılında azalarak 0,25’e düşmüştür. 2020 yılında kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranı ortalaması 0,26 oranında, 2021 yılında 0,28 oranında, 2022 yılında ise 0,32 oranında gerçekleşmiştir. 2018 -2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, en yüksek orana sahip olan işletmelerin Enerjisa Enerji A.Ş., Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş. olduğu, en düşük orana sahip olan işletmelerin ise Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Ayen Enerji A.Ş. olduğu görülmektedir.

Mali yapı oranları içerisinde bulunan bir diğer oran, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranıdır. Tablo 13’te belirtildiği üzere 2018 ve 2019 yıllarında sektörün uzun vadeli yabancı kaynaklarının toplam kaynaklar içerisindeki oranı ortalaması 0,49 iken 2020 yılında artarak 0,52’ye yükselmiştir. 2021 yılında uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranı ortalaması 0,45 oranında, 2022 yılında ise 0,35 oranında gerçekleşmiştir. 2018 -2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olan işletmeler değerlendirildiğinde, en yüksek orana sahip olan işletmelerin Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş. ile Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. olduğu, en düşük orana sahip olan işletmelerin ise Aksa Enerji Üretim A.Ş. ile Enerjisa Enerji A.Ş. olduğu görülmektedir.

Tablo 13. İşletmelerin UVYK / Toplam Kaynak Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	U.V.Y.K./Toplam Kaynak					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,66	0,79	0,93	0,76	0,60	0,75
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,28	0,20	0,17	0,18	0,19	0,20
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,55	0,53	0,57	0,51	0,48	0,53
Ayen Enerji A.Ş.	0,56	0,54	0,56	0,46	0,32	0,49
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,41	0,39	0,37	0,25	0,11	0,31
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,50	0,46	0,52	0,56	0,40	0,49
SEKTÖR ORTALAMASI	0,49	0,49	0,52	0,45	0,35	0,46

3.4. Karlılık Oranları

Karlılık oranları, işletmelerin faaliyetlerinin ne oranda karlı bir şekilde sonuçlandığını ölçmek amacıyla kullanılmaktadırlar. Bu bölümde analiz kapsamında yer alan işletmelerin karlılık oranlarının belirlenebilmesi amacıyla aşağıda yer alan oranlar hesaplanmış ve değerlendirilmiştir.

- ❖ Faaliyet Karı / Net Satışlar
- ❖ Net Kar / Net Satışlar
- ❖ Net Kar / Aktif Toplam
- ❖ Net Kar / Özkaynak

Faaliyet karının net satışlara oranı, işletmelerin ana faaliyetlerinin karlılığını tespit etmek için kullanılır. Faaliyet kar marjı oranının yüksek olması işletmenin ana faaliyetlerinin karlı olduğunu ortaya koyarken, bu oranın düşük olması ise işletmenin ana faaliyetlerinin karlılığının düşük olduğunu gösterir (Çabuk ve Lazol, 2010). Bu bağlamda beş yıllık süreçte ortalama %54,2'lik bir oranla Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. işletmesinin en yüksek faaliyet kar marjına sahip olduğu görülürken, en düşük faaliyet kar marjına sahip işletme ise %7'lik ortalama ile Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. olmuştur. Sektörün yıllar itibarıyla ortalama faaliyet kar marjı %19,3 ile %25,5 arasında seyrederek ortalama %23,3 olarak gerçekleşmiştir. Ortalamanın en düşük olduğu yıl %19,3 ile 2018 yılı olurken, en yüksek olduğu yıl ise %25,5 ile 2019 yılı olmuştur. Sektörde yer alan ve analiz kapsamında yer verilen tüm şirketlerin ilgili dönemlerdeki faaliyet kar marjlarının pozitif olması sektör ve firmalar açısından oldukça önemlidir.

Tablo 14. İşletmelerin Faaliyet Kar Marjı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Faaliyet Karı/Net Satışlar					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,020	0,050	0,050	0,140	0,090	0,070
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,140	0,170	0,140	0,150	0,120	0,144
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,470	0,600	0,540	0,490	0,610	0,542
Ayen Enerji A.Ş.	0,190	0,370	0,340	0,330	0,320	0,310
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,150	0,160	0,130	0,140	0,100	0,136
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,190	0,180	0,200	0,230	0,180	0,196
SEKTÖR ORTALAMASI	0,193	0,255	0,233	0,247	0,237	0,233

Net karın net satışlara oranı, net kar marjı oranını ifade etmektedir. Net kar marjı işletmelerin satışlarındaki karlılık seviyesini göstermektedir. Başka bir ifade ile net kar marjı oranı, işletmelerin her 1 TL'lik net satışından elde edilecek karı ifade etmektedir. Net kar marjı oranının yüksek olması işletmelerin lehine olan bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır (Ercan ve Ban, 2009). İşletmelerin beş yıllık net kar marjı ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda Aksu Enerji Üretim A.Ş., Ayen Enerji A.Ş., Enerjisa Enerji A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. işletmeleri her 1 TL satış gelirine karşılık kar elde ederlerken, Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. işletmeleri ise elde ettiği her 1 TL satış gelirine karşılık zarar elde etmişlerdir.

Tablo 15. İşletmelerin Net Kar Marjı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Net Kar / Net Satışlar					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	-0,700	-0,410	-0,500	-0,650	-0,090	-0,470
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,010	0,060	0,070	0,120	0,100	0,072
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	-0,770	0,170	-0,560	-1,090	0,070	-0,436
Ayen Enerji A.Ş.	0,060	0,040	-0,160	0,070	0,230	0,048
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,040	0,050	0,050	0,070	0,170	0,076
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,010	-0,010	0,010	0,010	0,000	0,004
SEKTÖR ORTALAMASI	-0,225	-0,017	-0,182	-0,245	0,080	-0,118

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş., Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. işletmelerinin net karlılıklarında meydana gelen azalma bu işletmelerin aktif karlılığı ile özkaynak karlılıklarını etkileyerek negatif karlılık oranı oluşmasına neden olmuştur. Diğer dört işletmede ise 2018-2022 yılları arasında sektör ortalamasının üzerinde bir orana sahip olarak net karlılıklarını ve özkaynak karlılıklarını artırmışlardır. Her iki karlılık oranları dikkate alındığında %7,6 ile Enerjisa Enerji A.Ş.'nin ve %7,2 ile de Aksa Enerji Üretim A.Ş.'nin en yüksek karlılık oranına sahip işletme olduğu görülmüştür.

Tablo 15 incelendiğinde elektrik, gaz ve su sektöründe yer alan firmaların net kar marjlarının sadece 2022 yılında %8 ile pozitif olduğu görülürken diğer yıllarda negatif olarak gerçekleşmiştir. Ancak bu durum sektörde yer alan tüm firmaların zarar etmelerinden kaynaklı olmayıp iki firmanın yüksek oranda net zarar oranına sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.

Aktif karlılığı, sermaye ile alımı yapılan varlık değerlerinin ne ölçüde verimli kullanıldığını gösterir. Bu oran, yönetimin kar elde etmek için var olan imkanları etkin bir biçimde kullanıp kullanmadığını gösterir. Tablo 15'de analiz kapsamında yer verilen şirketlerin 2018 – 2022 dönemine ilişkin aktif karlılığı oranları ve ortalamaları yer almaktadır. Tablodan da görülebileceği gibi sektör ortalamalarına bakıldığında sadece 2019 ve 2022 yıllarında aktif karlılığının pozitif olduğu, diğer yıllarda ise negatif olduğu görülmektedir. Bu durum sektörde yer alan bazı firmaların net kar elde edememelerinden kaynaklanmaktadır. Beş yıllık süreçte ortalama olarak en yüksek aktif karlılığına sahip şirketlerin sırasıyla %8,4'lük oranla Enerjisa Enerji A.Ş.'nin ilk sırada yer aldığı, %6,3'lük oranla Aksa Enerji Üretim A.Ş.'nin ikinci sırada yer aldığı ve %3'lük oranla da Ayen Enerji A.Ş.'nin üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. Analiz kapsamındaki diğer şirketlerin aktif karlılıklarının ise beş yıllık süreçte ortalamada negatif olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 16. İşletmelerin Aktif Kar Marjı Oranları ve Ortalamaları

ŞİRKETLER	Net Kar/Aktif Toplam					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	-0,270	-0,110	-0,160	-0,190	-0,070	-0,160
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,004	0,040	0,050	0,080	0,140	0,063
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,120	0,030	-0,110	-0,220	0,020	-0,032
Ayen Enerji A.Ş.	-0,020	0,010	-0,030	0,020	0,170	0,030
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,030	0,040	0,040	0,070	0,240	0,084
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,002	-0,010	0,003	0,000	0,000	-0,001
SEKTÖR ORTALAMASI	-0,022	0,000	-0,035	-0,040	0,083	-0,003

Özsermaye karlılığı, işletmelerin öz kaynakları ile karı arasında kurulacak ilişkiye dayanır. Bu oran dönem net karının özkaynakların yüzde kaçı oranında gerçekleştiğini ve her şeyden önce işletmenin ve dolayısıyla onun yönetiminin başarısının bir göstergesidir. Diğer taraftan finansman giderleri ve vergiler karşılandıktan sonra, işletme sahip veya sahiplerine kardan ne kaldığı, yine bu oran ile ölçülmektedir. Yıllar itibariyle işletme karlarındaki değişimler bu oran kullanılarak izlenebilir. Tablo 17’de analiz kapsamında yer verilen şirketlerin 2018 – 2022 dönemine ilişkin özsermaye karlılığı oranları ve ortalamaları yer almaktadır.

Tablo 17. İşletmelerin Özsermaye Karlılığı Oranları ve Ortalamaları

Aksa Enerji Üretim A.Ş.ŞİRKETLER	Net Kar/Özkaynak					
	2018	2019	2020	2021	2022	ORT.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	-3,380	-0,770	8,430	-1,600	-0,270	0,482
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	0,010	0,090	0,100	0,160	0,240	0,120
Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.	0,350	0,080	-0,550	-1,420	0,160	-0,276
Ayen Enerji A.Ş.	-0,090	0,030	-0,110	0,060	0,370	0,052
Enerjisa Enerji A.Ş.	0,120	0,150	0,150	0,240	0,670	0,266
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,010	-0,070	0,030	-0,010	0,010	-0,006
SEKTÖR ORTALAMASI	-0,497	-0,082	1,342	-0,428	0,197	0,106

Tablo 17’den de görülebileceği gibi sektör ortalamalarına bakıldığında sadece 2020 ve 2022 yıllarında özsermaye karlılığının pozitif olduğu, diğer yıllarda ise negatif olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum sektörde yer alan Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin oranındaki dalgalanmadan kaynaklanmaktadır. Beş yıllık süreçte ortalama olarak en yüksek özsermaye karlılığına sahip şirketlerin sırasıyla %48,2’lik oranla Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin ilk sırada yer aldığı, %26,6’lık oranla Enerjisa Enerji A.Ş.’nin ikinci sırada yer aldığı ve %12’lik oranla da Aksa Enerji Üretim A.Ş.’nin üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. En düşük özsermaye karlılığına sahip şirket ise %27,6’lık oran ile Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş. olmuştur. Sektörün beş yıllık ortalama özsermaye karlılığı ise %10,6 olarak gerçekleşmiştir.

4. Sonuç ve Öneriler

Günümüzde enerji ülkelerin ekonomik kalkınmasında rol oynayan en önemli unsurların başında yer almaktadır. Enerji kalkınmadaki bu önemli rolünün yanı sıra küresel rekabette ulusal ekonomilerin rekabet edebilirliğini artıran ve bu sayede toplumun refah seviyesinin yükselmesini sağlayan stratejik bir kaynak olarak da görülmektedir. Bu bağlamda BİST'te Enerji sektöründe enerji üretimi ve dağıtım faaliyetlerini yerine getiren işletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesi çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır. Belirlenen amaç doğrultusunda, ilgili sektörde faaliyet gösteren ve 2018 – 2022 yılları arasında sürekli verilerine ulaşılabilen 6 işletmenin verileri örnek alınarak söz konusu oran analizi gerçekleştirilmiştir. Elde edilen oranlar değerlendirilerek Enerji sektörünün finansal performansları ile ilgili bazı değerlendirmeler yapılmıştır. Bu değerlendirmeler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Enerji sektörü likidite oranları açısından incelendiğinde, sektörün çalışma kapsamındaki yıllar itibarıyla cari oran açısından genel kabul görmüş oran değerlerinin altında olduğu, ancak asit test ve nakit oran değerlerinin genel kabul görmüş oran değerlerine uygun olduğu görülmüştür. Sektörde yer alan işletmelerin likidite oranlarının ortalamaları dikkate alındığında cari oranın 0,70 olduğu, likidite (asit test) oranının 0,90 olduğu ve nakit oranının ortalamasının ise 0,16 olduğu tespit edilmiştir. Likidite oranlarının ortalama değerlerinin yükseldiği ve ortalama değerlerinde bir önceki yıllara göre iyileşmenin olduğu görülmüştür. Bu durum Elektrik Gaz ve Su sektöründe yer alan şirketlerin, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama noktasında olumsuz bir durumla karşılaşmayacakları şeklinde değerlendirilebilir.

Enerji sektörünün faaliyet oranları incelendiğinde, sektörün alacak devir hızı ve dönen varlık devir hızı sektör ortalamaları genel kabul görmüş oran değerlerine uygun iken, stok devir hızının oldukça yüksek ve aktif devir hızının ise düşük olduk ve genel kabul görmüş oran değerlerinden farklılaştığı görülmüştür. Sektörün faaliyet oranlarının ortalamalarına bakıldığında; Alacak devir hızının 8,83 olduğu, stok devir hızının 79,26 olduğu, dönen varlık devir hızının 3,05 olduğu ve aktif devir hızının ise 0,53 olduğu görülmüştür. Stok devir hızındaki yükseklik sektörün yapısal özelliğinden kaynaklanmaktadır. Çünkü sektörde üretilen ürünler stoklanamaz ürünler olduğu için dönen varlıklar içinde stoklar kaleme oldukça düşük seviyede bulunmaktadır. Buna bağlı olarak da işletmelerin stok devir hızları oldukça yüksek çıkmaktadır. Ancak sektörde yer alan şirketlerin aktif devir hızlarının düşük olması ise varlıkları ve özellikle de duran varlıkların etkin olarak kullanılmadığı şeklinde değerlendirilebilir.

Enerji sektörünün mali yapı oranları incelendiğinde, varlıkların finanse edilmesi aşamasında genellikle yabancı kaynakların ve daha çok da uzun vadeli yabancı kaynakların kullanıldığı tespit edilmiştir. Sektördeki mali yapı oranlarının ortalamaları incelendiğinde; yabancı kaynak toplamı / aktif toplamının (finansal kaldıraç oranı) 0,74 olduğu, özkaynak / yabancı kaynak toplamı oranının (finansman oranı) 0,41 olduğu, özkaynak / aktif toplam oranının 0,26 olduğu, kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynak oranının 0,28 olduğu ve uzun vadeli yabancı kaynaklar / toplam kaynak oranının 0,46 olduğu görülmüştür. Bu durum duran varlıkların finanse edilmesi sürecinde doğru bir finansman politikasının izlendiği sonucun vermektedir. Sektörde kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı oranının düşük olup uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı oranının fazla olması işletmelerin lehine bir durum olmakla birlikte sektörde yer alan işletmelerin özkaynak kullanımının düşük olması işletmelerin aleyhine bir durum olarak değerlendirilebilir.

Enerji sektörünün karlılık oranları incelendiğinde, dönemler itibariyle hem ortalamalarda ve hem de şirketler düzeyinde dalgalanmaların olduğu görülmektedir. Bu bağlamda sektörün karlılık oranlarının ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda; faaliyet kar marjının %23,3 ve net kar marjının ise - %11,8 olduğu görülmektedir. Bu durum şirketlerin esas faaliyetlerinden kar elde edebilirken diğer giderler nedeniyle net kar elde edemediklerini göstermektedir. Aynı şekilde şirketlerin özsermaye karlılıkları %10,6 iken aktif karlılıklarının -%0,3 olduğu görülmüştür. Bu durum sektörde yer alan şirketlerin düşük öz sermaye ile faaliyet gösterirken sahip oldukları varlıklarının etkin kullanılmaması nedeniyle karlılığa yansımadağı görülmüştür.

Son olarak sektörel açıdan bakıldığında sektörde yer alan şirketlerin likidite (Asit Test) oranlarının cari orana yakın olduğu ve stok devir hızlarının da oldukça yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum sektörde üretilen ürünün stoklanamaz olması nedeniyle stoklar kaleminin oldukça düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Analizlerde bu durumun önemle dikkate alınması gerekmektedir. Diğer taraftan sektörün likidite oranları açısından standart genel kabul görüş oranlara uygun olduğu, varlıkların finansmanında büyük oranda borçlanmaya dayalı olduğu, faaliyet karı elde edilebilirken net kar elde etme noktasında sıkıntılarının olduğu tespit edilmiştir.

KAYNAKLAR

- Adaçay, F. R. (2014). Türkiye İçin Enerji ve Kalkınmada Perspektifler. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6(2), 87-103.
- Akdoğan, N. Ve Tenker, N. (2010). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgün, A. (2022). BIST Enerji Şirketlerinin CRITIC ve CODAS Bütünleşik Yaklaşımı ile Finansal Açından Değerlendirilmesi, Selçuk Ün. Sos. Bil. Ens. Der. (48): 338-356.
- Alagöz, A., Parlakkaya, R., Gümrah, A. ve Allahverdi, M. (2021). Covid -19 Sürecinin Elektrik, Gaz Ve Su Sektöründeki İşletmelerin Finansal Tabloları Üzerine Etkisinin Değerlendirilmesi. Covid-19 Salgınının İşletmelerin Finansal Tabloları Üzerine Etkisine İlişkin Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi, Gazi Kitabevi, 748-788.
- Alodalı, M., Kocaoğlu, M. ve Usta, S. (2020). Türkiye’de Enerji Politikaları ve Bölgesel İşbirliğinin Önemi. Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi, 16(2), 189-202.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2010). Mali Tablolar Analizi. Bursa: Ekin Yayınevi.
- EİGM (Enerji İşleri Genel Müdürlüğü) (2023), 2021 Yılı Ulusal Enerji Denge Tablosu Erişim Adresi: <https://enerji.gov.tr/eigm-raporlari> Erişim Tarihi: 03.08.2023
- Enerdata (2023). Global Statistical Yearbook 2023. Erişim Adresi: <https://yearbook.enerdata.net> Erişim Tarihi: 01.08.2023
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2009). Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi.
- IEA (2023). World Energy Investment 2023. Erişim Adresi: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/WorldEnergyInvestment2023.pdf> Erişim Tarihi: 02.08.2023
- İTÜ (2007). Türkiye’de Enerji ve Geleceği. İstanbul. Erişim Adresi: https://www.emo.org.tr/ek-ler/34b920665683112_ek.pdf?tipi=6&sube, Erişim Tarihi: 01.08.2023
- Koç, E. ve Şenel, M. C. (2013). Dünyada ve Türkiye’de Enerji Durumu- Genel Değerlendirme. Mühendis ve Makine, 54(639), 33.
- TSKB (2022). Enerji Görünümü 2022. Erişim Adresi: <https://www.tskb.com.tr/uploads/file/enerji-gorunumu-final.pdf> Erişim Tarihi: 04.08.2023
- Ülkü, H. ve Yapılır, Ş. (2021). Enerji Talep tahmini İçin Metodoloji Geliştirme: 2030 Yılı Türkiye Örneği. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Mühendislik Bilimleri Dergisi, 10(1), 188-201.

Gıda, İçecek ve Tütün Sektörü Finansal Analizi

Yusuf Tepeli¹

Ali Bayrakdaroğlu²

Özet

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan Gıda, İçecek ve Tütün sektörünün finansal analiz yöntemleri ile incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul'da işlem gören, verilerine 2018-2022 döneminde düzenli olarak ulaşılabilen ve sektörün öncü firmaları arasında yer alan 9 sektör firmasına ilişkin finansal tablo verileri kullanılmıştır. Çalışmada hem sektöre ait ortalama veriler yorumlanmış hem de şirketlere ilişkin veriler yorumlanmıştır. Sektör firmalarının finansal analizlerinde oran analizi ve trend analizi yöntemleri kullanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle, şirketlerin likidite oranları incelenmiş, sektörün genel anlamda likidite konusunda sağlam bir temele sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla şirketler, kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğine sahiptirler. Mali yapı oranları incelendiğinde, şirketlerin borçlanma düzeylerinin farklılık gösterdiği, bazı şirketlerin özsermaye yoğun çalışırken bazılarının ise borçlanmayı tercih ederek finansal kaldıraçtan yararlandığı belirlenmiştir. Borçlanma yapısı da kendi içerisinde farklılık göstermektedir. Şirketler genellikle uzun vadeli borçlanmayı tercih ederken, kısa vadeli borç ağırlıklı çalışan şirketler de görülmektedir. Bu durumun şirketlerin borçlanma olanaklarına erişiminin farklılık göstermesinden kaynaklandığı söylenebilir. Kârlılık oranlarına baktığımızda, sektörün genel kârlılık düzeyinin yüksek olduğu görülmektedir. Özellikle tek bir şirket dışında sektörde incelenen sekiz şirketin özsermaye kârlılıkları sektör ortalamasının oldukça üzerinde olmakla birlikte, özsermaye kârlılığı düşük olan şirketin ise esas faaliyetlerinden doğan karının yüksek olduğu görülmektedir. Şirketlerin Pazar değerine göre hesaplanan Tobin Q değeri incelendiğinde bu oranın düşük olduğu fakat 5 yıllık süreçte düzenli olarak artış gösterdiği görülmektedir. Son olarak piyasa değerine karşı olan duyarlılığının bir göstergesi olan beta katsayısının ise düşük olduğu dolayısıyla piyasada meydana gelen artış ve düşüşler karşısında sektörün agresif bir reaksiyon göstermediği görülmektedir.

1. Giriş

Genel anlamda gıdanın sürdürülebilir ve güvenilir temini toplumların sağlığı, geleceği ve bağımsızlığı açısından kritik bir öneme sahiptir. Gıdaların arzı ve talebini etkileyen faktörler göz önünde bulundurularak geliştirilmesi sektörel büyüme için önemlidir. Tarım sektörünün gıda ve içecek üretim faaliyeti ile yakın ilişkisi bulunmaktadır. Tarımsal üretim, gıdanın güvenli geleceğinin teminatıdır. Yeterli ve dengeli beslenme sürecinde gıda güvenliği, gıda güvenilirliği, gıda savunması, gıda stokları gibi konular son dönemde öne çıkmıştır.

1 Doç. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, yusuftepedi@mu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0413-4869.

2 Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, abayrakdaroglu@mu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1165-5884

Türkiye’de gıda, içecek ve tütün sektörü, ekonominin önemli bir parçasını oluşturarak istihdam yaratmaktadır. Ar-Ge yatırımlarının sektörde artırılması, küresel rekabet açısından önemlidir. Gıda sanayi, tarımın etkin bir şekilde koordine edilmesi ile üretim artışı ve kapasite kullanımını artırabilir. Kırsal alanlara yapılan gıda ve içecek sanayi yatırımları, bölgesel gelir eşitsizliklerinin giderilmesinde önemlidir. Gıda ve içecek sektörü, Türkiye’nin sürdürülebilir ve kapsamlı büyümesine odaklanmış durumdadır.

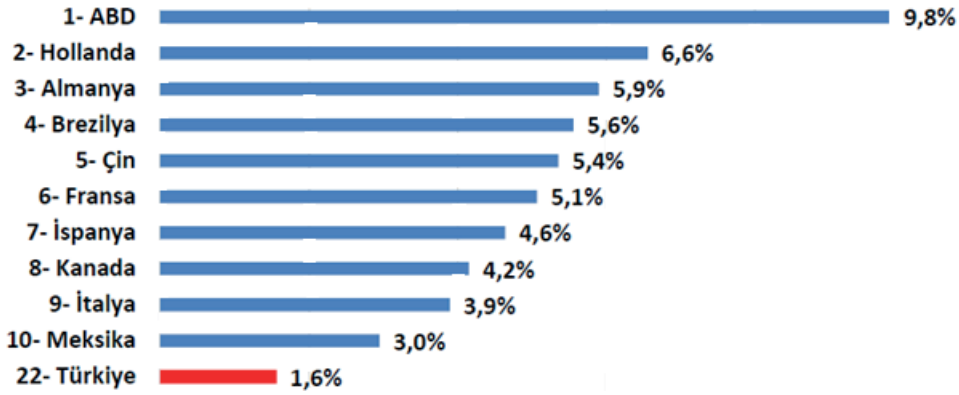
Türkiye’nin coğrafi konumu, gıda ürünlerinin üretimi ve ihracatı için avantaj sağlamaktadır. Covid-19 pandemisi, gıda sektöründe dijitalleşmeyi hızlandırmış ve tedarik zinciri optimasyonu ihtiyacını ortaya koymuştur. Türkiye açısından tarım ve gıda sektörlerinden elde edilecek gelir artışı, toplum refahını, zenginliği ve yaşam kalitesini artırmada büyük bir potansiyele sahiptir. Bu sektörlerde yapılan çalışmaların, bilim ve teknolojinin rehberliğinde yürütülmesi, üretim faaliyetlerinden en fazla verim alınabilmesi için son derece önemlidir.

Türkiye’deki yüksek genç nüfusun gıda, içecek ve tütüne olan ihtiyacı ve talebi dikkat çekicidir. Özellikle pandemiyle birlikte gıda, içecek ve tütün sektörü ülke ekonomisi için önemi artmıştır. Çalışmanın amacı, gıda, içecek ve tütün sektörünün Türkiye ve dünya ekonomisi içindeki rolünü incelemek ve Türkiye’deki önemli gıda, içecek ve tütün firmalarının 2018-2022 dönemine ait finansal analizlerini yaparak bulguları sektör ortalamalarıyla karşılaştırmak ve yorumlamaktır.

2. Gıda Sektörünün Dünyada ve Türkiye’de Önemi

Dünyada gıda sanayi ve perakendeciliği ekonomik açıdan büyüyerek hayatı daha fazla etkileyen bir konuma gelmiş ve günümüzün en önemli sanayi dallarından biri olmuştur. Ancak Dünyada ve Türkiye’de üretim ve tüketim yapısına, iç ve dış ticarete, sektördeki şirketin yönetim politikalarına bağlı olarak büyük bir değişim göstermiştir. Her ne kadar günümüzde şirketler ve hatta ülkeler arasındaki rekabetin petrol ve maden gibi enerji kaynakları üzerinde yaşandığı görülse de hızlı nüfus artışı, küresel ısınma, tarım alanlarındaki azalma, tarımsal ürünlerin biyoyakıt olarak kullanımı gibi sebeplerle gelecekte en önemli rekabet unsurunun gıda üzerine olması beklenmektedir. Nitekim Covid-19 pandemi sürecinde de temiz gıdaya erişim ve gıda güvenliğinin ne denli önemli olduğu görülmüştür.

Türkiye, tarımsal üretimde oldukça başarılı bir konuma sahiptir. FAO (Food and Agriculture Organization) verilerine göre 2018 yılı itibarıyla 54 milyar dolar değerinde tarımsal üretim ile dünyanın en büyük 11. tarım ülkesi konumuna ulaşmıştır. Bu bakımdan yabancı yatırımcıların da dikkatini çekmiş ve 2017-2021 döneminde 960 milyon dolar doğrudan yabancı yatırımı ülkeye çekmeyi başarmıştır (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 11). Ancak bu başarısını ihracatta gösterememiştir. Şekil 1’de görüldüğü üzere, üretim açısından ilk 10 ülke arasında yer almasına rağmen ihracat açısından 22. sıradadır. Diğer bir değişle Türkiye’den daha az üretim gerçekleştiren ülkelerin bile Türkiye’yi ihracatta geride bıraktığı görülmektedir.



Şekil 1. Küresel Gıda ve İçecek Sektöründeki İhracat Büyüklüğü

Kaynak: (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 11).

Türkiye tarımsal çeşitlilik ve iklim şartlarının uygunluğu sayesinde; gıda ürünlerinin üretilmesi, işlenmesi, Avrupa ve Ortadoğu pazarlarına ihracatı bakımından bölgesel s konumundadır. Buna karşın dünya gıda ticaretinden %1,6 civarında oldukça düşük bir pay almaktadır (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 23). Yine de ekonomik gelişmeye olan çarpan etkisi, ileri ve geri bağlantıları, istihdam ve döviz girdisi yanında özellikle de kaynak kullanımı yönüyle Türkiye ekonomisi açısından önemli bir g niteliğindedir (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 31). Bu nedenle sektörde yer alan şirketlerin finansal açıdan değerlendirilerek zayıf ve üstün yönlerinin değerlendirilmesi oldukça önemlidir.

3. Gıda İçecek ve Tütün Sektörü Finansal Analizi

Borsa İstanbül Gıda, İçecek ve Tütün Sektöründe 20.09.2023 tarihi itibariyle 39 şirket faaliyet göstermektedir. Ancak bu 39 işletmenin bir kısmının, yeni halka arz edilmesi sebebiyle finansal verileri analiz yapmak için yeterli düzeyde değildir. Bu çalışmada analiz dönemi olarak 2018-2022 seçilmesi sebebiyle ilgili dönemde verileri süreklilik arz eden 29 şirket analiz kapsamına alınmıştır. Söz konusu şirketlerin BIST kodları ve isimleri Tablo 1'deki gibidir.

Tablo 1. Analiz Kapsamına Dbil Edilen şirketler

BIST Kodu	şirket Adı	BIST Kodu	şirket Adı
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt San.A.ř.	ORCAY	Orçay Ortaköy ay San. A.ř.
AVOD	AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım San.	OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar A.ř.
BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem San.Ař	PENGD	Penguen Gıda San. A.ř.
CCOLA	Coca-Cola İçecek A.ř.	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un San. A.ř.
DARDL	Dardanel nentaş Gıda San. A.ř.	PINSU	Pınar Su ve İçecek San. A.ř.
ELITE	Elite Natural Organik Gıda San. A.ř.	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri San. A.ř.
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda San. A.ř.	SELGD	Selçuk Gıda Endüstri San. A.ř.
FADE	Fade Gıda Yatırım San. A.ř.	SELVA	Selva Gıda San. A.ř.
FRIGO	Friego-Pak Gıda Maddeleri San. A.ř.	TATGD	Tat Gıda San. A.ř.
KERVIT	Kerevitaş Gıda San. A.ř.	TETMT	Tetamat Gıda Yatırımları A.ř.
KRVGD	Kervan Gıda San. A.ř.	TUKAS	Tuķař Gıda San. A.ř.
KNFRT	Konfrut Gıda San. A.ř.	ULUUN	Ulusoy Un San. A.ř.
KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat San. A.ř.	ULKER	lker Bisküvi San. A.ř.
KTSKR	Kütahya şeker Fabrikaları A.ř.	VANGD	Vanet Gıda San. A.ř.
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.ř.		

Çalışmada likidite, finansal yapı, faaliyet etkinliği, karlılık ve performans göstergesi olarak kabul gören 44 farklı değişken ile sektörde yer alan şirketlerin analizleri gerçekleştirilmiştir. Ayrıca söz konusu şirketlerin durumu sektör ortalamaları ile kıyaslanmıştır. Fakat analizde kullanılan değişken sayısının yüksek olması sebebiyle tüm şirketlerin değerlendirilmesi oldukça zor olduğundan aktif büyüklüğüne göre sektörün büyük bir kısmını temsil eden 9 şirket seçilmiş ve değerlendirmeler bu şirketler üzerinden yapılmıştır. Bu seçim için öncelikle her bir şirketin 5 yıllık süreçteki aktif toplamalarının ortalaması alınmıştır. Ardından ortalama toplam aktifleri büyük olan 9 şirket belirlenmiş ve bu şirketlerin aktif toplamaları hesaplanmıştır. 29 şirketin aktif toplamalarının değeri 93.595.097.917,20TL iken seçilen 9 şirketin aktif toplamaları³ 88.218.155.072,00TL'dir. Dolayısıyla 9 şirketin sektörü temsil oranı %94,25'tir. Bu nedenle 9 şirket üzerinden yapılacak yorumlar sektörün tümüne genellenebilir.

3.1. Likidite Analizi

Bilindiği üzere likidite oranları, işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme gücünü göstermektedir (Bülüş vd. 2017: 67). Ancak, likiditenin yüksek olması şirketin başarısının bir göstergesi olarak algılanmamalıdır. Şirketin yapması gereken temerrüde düşmeyecek kadar likit varlık bulundurmak, artan likit varlıklarını ise hissedarlarının servetlerini/piyasa değerini maksimize edecek şekilde yeni yatırımlara dönüştürerek karlılık ve likidite dengesini korumak olmalıdır (Aydemir vd., 2012: 278). Fakat çoğu zaman yöneticiler ya gereğinden fazla risk almakta ya da gereğinden fazla ihtiyatlı davranmakta, bu nedenle de dengeyi sağlamamaktadır. Bu durumda likidite oranlarına ilişkin sektör ortalamaları yöneticilere yol gösterici olabilmektedir.

Tablo 2. Likidite Oranlarına İlişkin Analiz Sonuçları

Şirketler	2018			2019			2020			2021			2022		
	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO	CO	LO	NO
AEFES	1,56	1,31	0,94	1,28	0,99	0,59	1,31	1,03	0,63	1,25	1,00	0,68	1,19	0,94	0,55
BANVT	1,12	0,51	0,13	1,43	0,71	0,24	1,79	0,95	0,44	1,69	0,84	0,46	1,56	1,06	0,67
CCOLA	1,37	1,18	0,93	1,68	1,27	0,85	1,55	1,22	0,82	1,79	1,48	1,08	1,58	1,26	0,74
KERVT	1,10	0,88	0,26	2,44	1,92	0,02	2,47	1,79	0,02	2,15	1,57	0,05	1,67	1,26	0,06
KERVG	1,06	0,63	0,01	1,19	0,77	0,01	1,22	0,69	0,02	2,06	1,42	0,57	1,37	0,84	0,20
PNSUT	1,21	0,73	0,37	1,07	0,64	0,25	1,23	0,84	0,32	1,10	0,73	0,05	1,07	0,68	0,03
TATGD	2,08	1,07	0,48	2,60	1,44	1,10	2,84	1,46	0,38	2,85	1,41	0,29	2,02	0,86	0,20
ULUUN	1,32	0,92	0,24	1,44	1,17	0,39	1,33	0,94	0,18	1,38	0,89	0,36	1,13	0,70	0,12
ULKER	2,18	1,89	1,44	3,46	3,11	1,83	1,33	1,19	0,71	4,55	4,00	2,31	3,29	2,77	1,69
Sektör****	1,38	0,83	0,28	1,67	1,06	0,35	1,89	1,18	0,35	2,28	1,52	0,43	2,68	1,85	0,60

*CO: Cari Oran, **LO: Likit Oran, ***NO: Nakit Oran, ****Sektörde yer alan 29 şirketin ortalamasıdır.

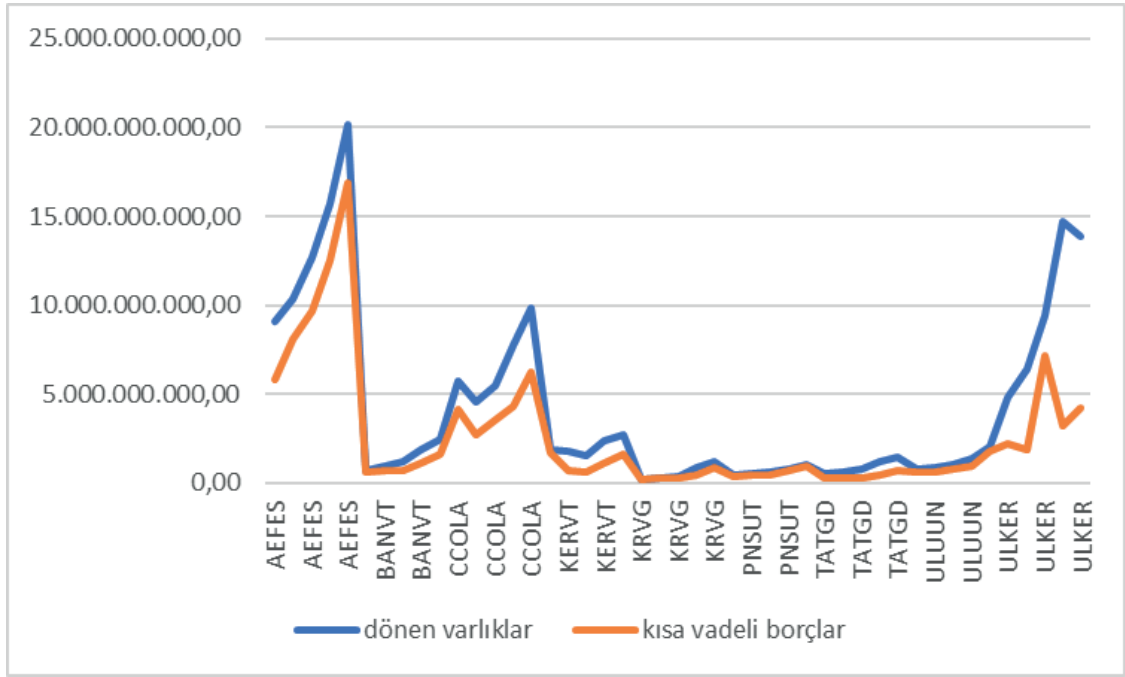
Likiditenin değerlendirilmesinde en sık başvurulan oran olan cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanmasıyla hesaplandığından, bu oranın yüksek olması her zaman işletmenin borçlarını kolaylıkla ödeyebileceği anlamına gelmemektedir. Bunun nedeni dönen varlık unsurları içerisinde stoklar gibi likiditesi düşük unsurların da yer almasıdır. Bu nedenle

3 AEFES (45.666.147.000,00TL), BANVT (2.183.144.176,80TL), CCOLA (17.511.790.800,00TL), KERVT (3.310.149.364,00TL), KERVG (1.029.629.986,00TL), PNSUT (1.637.445.774,20TL), TATGD (1.137.334.494,00TL), ULUUN (1.507.167.077,00TL), ULKER (14.235.346.400,00TL)

Tablo 2’de görüldüğü ğzere Şirketlerin likidite durumlarının analizinde cari oran, likit oran ve nakit oran birlikte değerlendirilmiştir. Öncelikle her üç oran içinde yıllar bazında bir istikrar olmadığını söylemek mümkündür. Örneğin sektör ortalamalarını incelediğimizde, her üç likidite oranında da 2018-2022 sürecinde düzenli bir artış söz konusu olmuştur. Ancak aynı durum Şirketler için geçerli değildir. Yükselen bir oranın bir sonraki yıl tekrar düştüğü görülmektedir. Literatürde her ne kadar cari oranın 1,5 ile 2 arasında olması ideal durum olarak değerlendirilse de (Akyüz, 2013: 4), her faaliyet kolu için bu oranın geçerli olmasını beklemek yanlıŐ olacaktır. Örneğin duran varlık ağırlıklı çalışan bir üretim işletmesi ile stok ağırlıklı çalışan bir hizmet işletmesinin dönen varlık seviyelerinin farklılık göstermesi kaçınılmazdır. Bu nedenle Şirketler açısından değerlendirme yaparken sektörel farklılıkları dikkate alarak, sektör ortalamalarına göre yorum yapmak daha doğru olacaktır. Tablo 2’yi cari oran açısından değerlendirdiğimizde sektör ortalamasının 2018 yılında 1,38 olduğu görülmektedir. Bu ortalamaya en yakın üç Şirket AEFES, COLA ve ULUUN Şirketleridir. TATGD ve ULKER Şirketlerinin cari oranları ise sektör ortalamasının çok üzerinde seyretmektedir. Sonraki yıllar incelendiğinde ise TATGD ve ULKER halen ortalamanın üzerinde seyretmiŐ fakat aradaki fark giderek kapanmıŐtur. AEFES, COLA ve ULUUN Şirketlerinin ise ilk yıldaki dengeyi koruyamadığı ilerleyen yıllarda ortalamanın gerisinde kaldığı görülmektedir. Diğer dört Şirket ise tüm yıllarda sektör ortalamasının altında kalmıŐtur.

Likit oran hesaplanırken dönen varlıklardan stoklar kalemi düŐülmektedir. Böylece Şirketlerin stoklarını nakde dnŐtrememesi durumunda borçlarını ödeyip ödeyemeyeceği değerlendirilebilmektedir. Likit oran açısından Şirketlerin oranlarına bakıldığında yine aynı Şirketlerin diğer dört Şirkete kıyasla ön plana çıktığı görülmektedir. COLA Şirketinin 5 yıllık süreçte aynı seviyelerde likit orana sahip olması bakımından daha istikrarlı olduğunu söylemek mümkündür. Dikkat çeken bir diğer unsur ise cari oranı oldukça yüksek olan TATGD Şirketinin likit oranının yarı yarıya düŐmesidir. Bu açıdan değerlendirdiğimizde bu Şirketin yoğun stokla çalıştığını söyleyebiliriz. Ayrıca KERVT Şirketi cari oran bakımından sektör ortalamasının altında yer alırken likit oran açısından tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerine ıkmıŐtur. Dolayısıyla bu Şirketin de düşük stokla çalıştığını söylemek mümkündür. Son olarak yalnızca nakit ve nakit benzeri varlıklarla kısa vadeli borçların ödeme düzeyini ifade eden nakit oran açısından değerlendirme yapıldığında ULKER Şirketinin en dikkat çekici nakit orana sahip olduğu görülmektedir. Tüm yıllarda sektör ortalamasının yaklaşık 4 katı nakit orana sahiptir. Bu durum borç ödeme gücü açısından bir avantaj gibi gözükse de atıl nakit varlıklar nedeniyle aynı zamanda fırsat maliyetine neden olmaktadır. Dikkat çeken bir diğer Şirket ise BANVT Şirkettir. 2018 yılında sektör ortalamasının oldukça altında nakit orana sahip olan Şirket kısa vadeli borçlarının 0,20’sini dahi nakit varlıklarıyla ödeyemez durumdayken ilerleyen yıllarda önemli bir toparlanma yaŐamıŐ, 2019 yılında sektör ortalamasına yaklaŐmıŐ, 2020-2021 ve 2022 yıllarında ise sektör ortalamasını gemiŐtur. KERVT ve KRVD ise nakit oran açısından ortalamaların altında kaldığı tespit edilmiştir. Bu Şirketlerin dönen varlıklarının büyük bir kısmını nakit dışı unsurlarda değerlendirdiği görülmektedir.

Grafik 1. Şirketlerin Dönen Varlık Yatırımları ve Kısa Vadeli Borçları

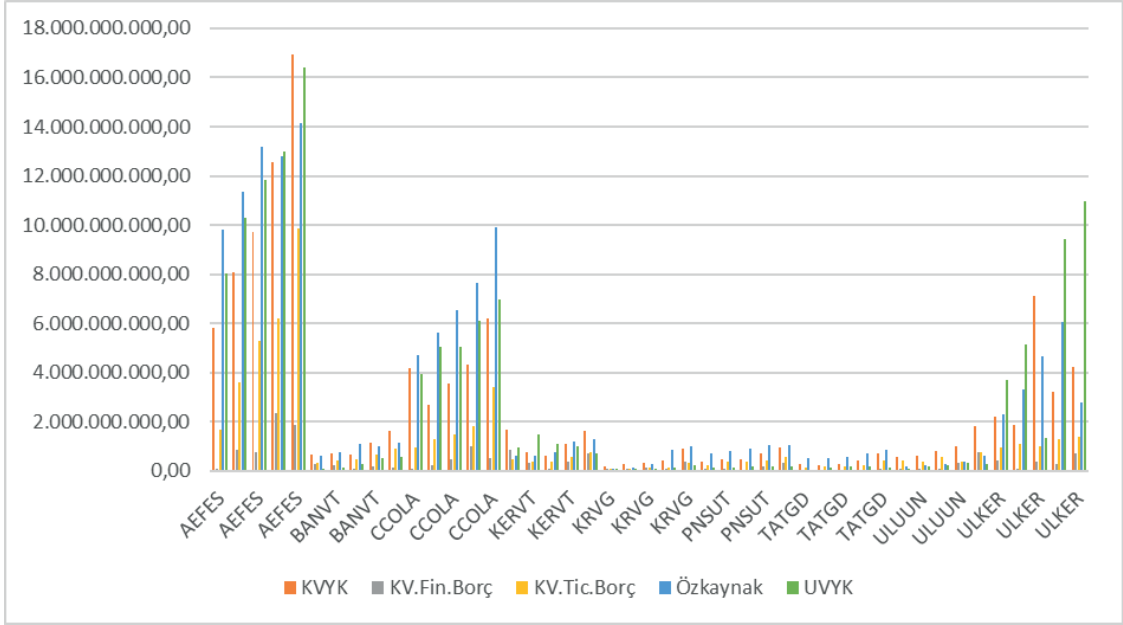


Şirketlerin likidite durumları hakkında daha sağlıklı yorum yapabilmek için dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar kalemlerinin yıllar içerisindeki durumlarını da değerlendirmek yerinde olacaktır. Cari oran açısından değerlendirme yaparken AEFES ve CCOLA şirketlerinin 2018 yılından sonraki yıllarda cari oranlarında yaşanan düşüş vurgulanmıştır. Dönen varlık ve kısa vadeli borçlar kalemleri incelendiğinde bu düşüşün dönen varlık kalemlerinde yaşanan artışlarla birlikte kısa vadeli borçlar kaleminde de yaşanan büyük artışlardan kaynaklandığı görülmektedir. ULKER şirketinin en dikkat çekici özelliği olarak ise nakit oranının sektör ortalamasının çok üzerinde seyretmesi vurgulanmıştır. Grafik 1'de görüldüğü üzere yıllar içerisinde söz konusu şirketin dönen varlıkları hızla artarken kısa vadeli borçları hızlı bir düşüş yaşamıştır. Oluşan bu farkın kısa vadeli borçlardaki düşüşten kaynaklandığı açıktır.

3.2. Finansal Yapı Analizi

Finansal yapı oranları, şirketlerin bilançolarındaki pasif kısmını oluşturan kaynaklara ilişkin yorum yapma imkânı verdiği gibi uzun vadeli borç ödeme gücünü ölçmek amaçlı da kullanılmaktadır. Dolayısıyla başta yatırımcılar ve finans kuruluşları olmak üzere şirkete ilgi duyan tüm kullanıcılara, şirketin finansman tercihinin doğru olup olmadığı, kredi kuruluşlarının güvenlik paylarının yeterli olup olmadığı, şirketin finansal risk seviyesinin ne düzeyde olduğu ile ilgili bilgiler finansal yapı oranları ile sağlanmaktadır (İskenderoğlu vd., 2015: 92). Bu çalışmada da BİST Gıda, İçecek ve Tütün sektöründe yer alan şirketlerin 5 yıllık süreçteki finansal yapıları, Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, Kısa Vadeli Finansal Borçlar, Kısa Vadeli Ticari Borçlar, Uzun Vadeli Borçlar ve Özsermaye açısından değerlendirilmiştir.

Grafik 2. Şirketlerin Finansal Yapıları



Grafik 2’de analiz kapsamına dâhil edilen 9 şirketin borçlanma tercihlerine yer verilmiştir. AEFES şirketinden başlanacak olursa, 2018 yılı itibariyle şirketin daha çok özsermaye ağırlıklı çalışmayı tercih edildiği görülmektedir. Nitekim bu durum Tablo 2’de verilen finansal kaldıraç oranının 0,469 olmasından da görülebilmektedir. Şirket hakkında en dikkat çekici unsur yıllar içerisinde borçlanma yapısında köklü bir değişiklik meydana gelmiş olmasıdır. Şirket yıllar içerisinde giderek daha az özsermaye finansmanını tercih etmiş, bunun yerine borçlanma yoluyla kaynak kullanıma daha fazla yoğunlaşmıştır. Yabancı kaynak kullanımı esasen belli bir seviyeye kadar şirkete fayda sağlayabilmektedir. Borçlanmanın getirmiş olduğu maliyetler vergi avantajı sağlamakta aynı zamanda daha az özsermaye kullanımı nedeniyle özsermaye karlılığı artmaktadır (Topal, 2006: 46). Ancak bu olumlu etki sınırsız değildir. Her ne kadar borçlanma şirkete vergi avantajı sağlasa da aynı zamanda sabit ödeme yükümlülüğü de doğurmaktadır. Bu durumda yüksek borç kullanımı şirketin riskini arttıracığından, şirketin yeni finansman ihtiyacını daha yüksek borçlanma maliyeti ile karşılamasına neden olacaktır.

Şirketler açısından olumlu sayılabilecek bir unsur da şirketlerin daha çok ticari ilişkilerinden dolayı borçlanmış olmasıdır. Tüm şirketler için de görüldüğü üzere kısa vadeli borçlarının büyük bir çoğunluğu kısa vadeli ticari borçlardan oluşmaktadır. Yani ana faaliyet konusu kısa vadeli finansal borç kullanımı yok denecek kadar azdır. Yalnızca KERVT şirketinde 2018 ve 2019 yıllarında kısa vadeli finansal borç kullanımı ticari borçlara göre oldukça fazla olmuş ancak ilerleyen yıllarda bu durum sektördeki diğer şirketlerle benzer yönde giderek azalmıştır.

Tablo 3. Şirketlerin Finansal Kaldıraç Düzeyleri

Şirketler	2018	2019	2020	2021	2022
AEFES	0,469495759	0,462863193	0,468817162	0,505260063	0,531757279
BANVT	0,541940660	0,526538051	0,465730607	0,623912269	0,660423157
CCOLA	0,599368411	0,546148762	0,538254253	0,543714944	0,531706912
KERVT	0,776221980	0,737358535	0,642520436	0,591086214	0,595075477
KERVG	0,707882780	0,712715493	0,593585628	0,396647655	0,502014910
PNSUT	0,425599185	0,438780504	0,420102278	0,446850147	0,514552583
TATGD	0,372795952	0,420491078	0,453814393	0,461491675	0,501736737
ULUUN	0,771634848	0,764940400	0,786572506	0,770214914	0,776009264
ULKER	0,697387287	0,655128759	0,6194223100	0,650276677	0,803348086

PNSUT ve TATGD şirketlerinin diğer şirketlere göre daha ihtiyatlı olduğu özsermaye ile finansmana ağırlık verdiği görülmektedir. Toplam varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösteren finansal kaldıraç oranlarına bakıldığında PNSUT ortalama 0,455, TATGD ise ortalama 0,435 borçlanmayı tercih etmiştir. Analize dahil edilen yılların döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların yaşandığı, enflasyonda hızlı artışların görüldüğü yıllar olduğu göz önünde bulundurulduğunda PNSUT ve TATGD'nin borçlanma tercihlerinin önemli avantajları olduğu söylenebilir. Öncelikle ekonomide durağanlığın yaşandığı bu gibi dönemlerde borçla finansmanı nedeniyle zorunlu sabit faiz ödemeleri şirkete likidite sorunu yaşatabilecektir. Oysa özsermaye ile finansmanda zorunlu temettü ödemesi söz konusu değildir. Ayrıca özsermaye bir güvence gibi görüldüğünden kriz dönemlerinde şirketin olası nakit ihtiyacı yaşamaması durumunda kredibilitesinin yüksek olmasını sağlar. Son olarak özsermaye finansmanı, şirket varlıklarının reel değerini arttıracak için enflasyonist ortamda yatırımcıyı koruyacaktır.

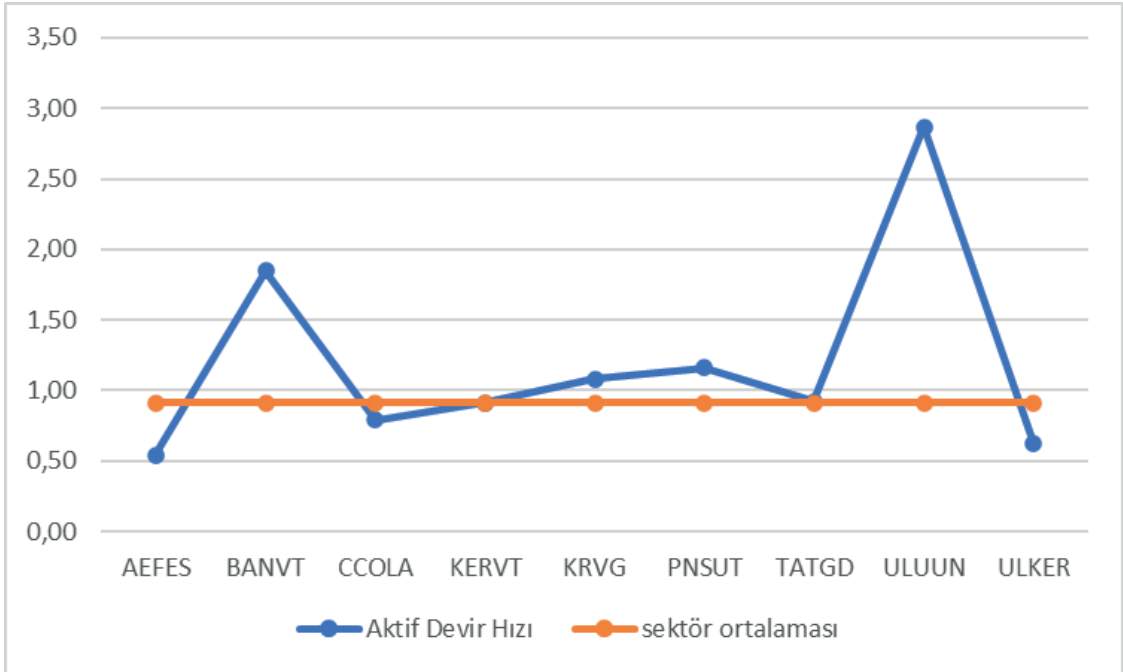
Tablo 3 incelendiğinde AEFES, PNSUT ve TATGD dışındaki tüm şirketlerin finansman için yabancı kaynak kullanımını tercih ettiği görülmektedir. Ancak bu şirketlerden BANVT ve CCOLA borç ve özsermaye dengesini korurken, bir diğer ifade ile dengeli bir finansman stratejisi benimserken, KERVT, ULUUN ve ULKER şirketlerinin ise agresif bir politika benimsediği görülmektedir. Bu şirketlerden KERVT 2018 yılında 0,77 olan borç kullanım oranını giderek düşürerek 2022 yılında 0,59 seviyelerine getirmiş ve riskini azalmıştır. Tam tersine ULKER firması ise 0,69 olan borçlanma oranını 2022 yılında 0,80'lere kadar arttırmıştır. Ancak Grafik 2'den de görüldüğü üzere borçlanma tercihini uzun vadeli borçlardan yana yapmıştır. ULUUN şirketi ise yüksek düzeyde borçlanmayı tercih etse de tüm yıllarda istikrarlı davrandığı görülmektedir. 5 yıllık sürecin tamamında 0,77 seviyesinde borçlandığı görülmektedir. Her ne kadar ULUUN şirketinin borçlanma düzeyi ULKER şirketine göre daha düşük olsa da borçlarının büyük bir kısmını kısa vadeli borçların oluşturması sebebiyle riskinin daha fazla olduğunu söylemek mümkündür. Aynı sektörde yer almalarına rağmen şirketler arasında bu denli farklılıklar olmasının birçok sebebi olabilir. Örneğin, her şirketin krediye ulaşma imkânı birbirinden farklıdır. Büyük şirketler daha kolay kredi temin edebilirken nispeten küçük şirketler daha zor kredi sağlayabilmekte veya daha yüksek maliyetlerle kredi temin edilmektedir. Şirkete özgü nedenler de borçlanma yapısı üzerinde etkili olabilmektedir. Bu nedenle borçlanma düzeyini yorumlarken nakit döngüsü, karlılık, etkinlik gibi şirkete özgü ölçütlerin de dikkate alınması önemlidir.

3.3. Faaliyet Etkinlik Analizi

Şirketler ana faaliyetlerini sahip oldukları varlıkları kullanarak gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla bu varlıkların ne derece etkin ve verimli kullanıldığını değerlendirmek amacıyla da faaliyet etkinlik oranları kullanılmaktadır. Bu nedenle faaliyet ya da etkinlik oranlarının yüksek olması istenmektedir. Ancak etkinlik oranlarının kaç olması gerektiği konusunda genel bir yorum yapmak zordur. Şirketlerin faaliyet etkinlikleri değerlendirilirken öncelikle faaliyet gösterdiği sektör sonrasında da benzer büyüklükteki şirketlerle kıyaslama yapmak daha doğru olacaktır (lker ve Arslan, 2020: 2538). Örneğin imalat sektörü gibi toplam aktif içerisinde duran varlıklarının payı oldukça yüksek olan bir sektörde aktif devir hızı oranının “1” civarında olması uygun kabul edilirken hizmet sektörü gibi duran varlık yatırımları az, buna karşın dönen varlıkları yoğun olan bir sektörde ise aktif devir hızının çok daha yüksek olması beklenmektedir. Bu durum hizmet sektörü şirketlerinin imalat sektörü şirketlerinden çok daha başarılı olduğunu göstermemektedir. Çünkü imalat sanayi şirketlerinin kar marjları hizmet sektörüne göre çok daha fazladır. Aynı sektörde yer alan şirketler arasında kıyaslama yaparken ise aktif devir hızı daha yüksek olan şirketin daha etkin çalıştığını söylemek mümkündür.

Bu çalışmada faaliyet etkinliğinin göstergesi olarak aktif devir hızı, alacak devir hızı ve stok devir hızı oranları kullanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle her bir devir hızı oranı için sektörde yer alan tüm şirketler üzerinden sektör ortalamaları alınmış, ardından aktif büyüklüğüne göre seçilen dokuz şirketin beş yıllık oranlarının ortalamaları hesaplanmış ve şirket bazında hesaplanan oranlar sektör ortalamalarına göre yorumlanmıştır. Her bir şirketin 5 yıllık süreçteki gelişimi ise kendi oranları üzerinden değerlendirilmiştir.

Grafik 3. Şirketlerin Aktif Devir Hızları



Grafik 3'te görüldüğü üzere 29 şirket üzerinden hesaplanan aktif devir hızı sektör ortalaması 0,91'dir. Söz konusu oran teorik olarak yeterli kabul edilen “1” değerine oldukça yakındır. Sektörde yer alan şirketlerden AEFES (0,54), CCOLA (0,79) ve ULKER (0,62) ile sektör ortalamasının oldukça altında aktif devir hızına sahiptir. Ancak her ne kadar sektör

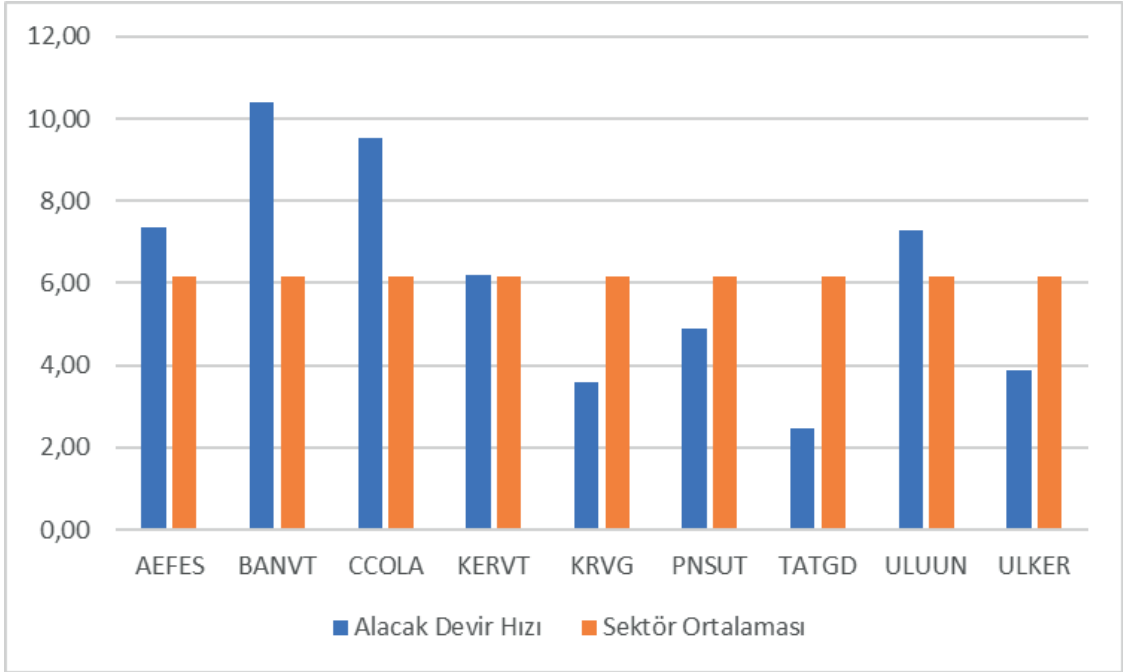
ortalamasının çok altında olsa da bu şirketlerin etkin olmadıklarını doğrudan aktif devir hızlarına göre yorumlamak doğru olmayacaktır. Çünkü bu üç şirket sektör içerisinde maddi duran varlık yatırımları en yüksek olan üç şirkettir (AEFES: 11.514.329.400TL, COLA: 6.889.105.000 TL, ULKER: 2.536.126.400TL)⁴. Bu nedenle şirketlerin aktif devir hızları hakkında değerlendirme yapılırken özsermaye karlılıklarının da muhakkak dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü özsermaye karlılığı ile aktif devir hızı doğrudan ilişkili oranlardır (Demir ve Tunca, 2012: 383). Grafik 3'te yüksek aktif devir hızıyla dikkat çeken iki şirket ise BANVT (1,85) ve ULUUN (2,87)'dir. BANVT ve ULUUN şirketlerinin aktiflerine yaptıkları yatırımın çok üzerinde satış gerçekleştirdiği görülmektedir. Yine de bu şirketlerin aktif karlılıklarının da değerlendirilmesi şirketlerin performans değerlendirmesi açısından önemlidir.

Her ne kadar ortalama aktif devir hızı oranlarına göre bazı şirketlerin sektör ortalamasının üzerinde olması sebebiyle verimli olduğu düşünülse de her bir şirketin 5 yıllık zaman dilimindeki oranlarının da ayrı ayrı değerlendirilmesi önemlidir. Örneğin AEFES şirketinin 2018 yılında aktif büyüklüğü 29.529.632.000TL iken aktif devir hızı 0,46, 2022 yılında aktif büyüklüğü 62.645.433.000TL iken aktif büyüklüğü 0,60 olmuştur. Dolayısıyla bu şirketin aktiflerine yaptığı yatırımın satışlarını daha büyük oranda arttırdığı açıktır. Nitekim şirketin 2018 yılında 2.543.775.000TL olan net satışları 2022 yılında 11.787.025.000TL'ye ulaşmıştır. Yüksek aktif devir hızına sahip olan BANVT şirketinin yıllar içerisindeki gelişimini incelediğimizde ise şirketin 2018 yılında toplam aktifi 1.339.689.910TL iken aktif devir hızı 2,08, 2022 yılında toplam aktifi 3.314.306.438TL iken aktif devir hızı 1,64 olmuştur. Dolayısıyla şirketin aktiflerine yaptığı yatırım aynı oranda satışlarına yansımamıştır. TATGD şirketinin ise her yıl aktif devir hızında düzenli bir azalma yaşandığı görülmektedir (2018: 1,45; 2022: 0,63). Şirketin 2018 yılında 1,45 olan aktif devir hızı 2022 yılında 0,63'e gerilemiştir. Şirketin aktif toplamı ve net satışları incelendiğinde aktifleri yaklaşık 3 kat artmasına rağmen net satışlarının hiç değişmediği görülmüştür. Bu bakımdan her ne kadar sektör ortalamasının üzerinde bir aktif devir hızına sahip olsa da son dönemde yapmış olduğu yatırımların başarıya ulaşmadığı söylenebilir.

Faaliyet etkinliğinin analizinde kullanılan bir diğer oran ise alacak devir hızıdır. Alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösteren bu oranın artması alacakların tahsil edilmesinde alıcılara uygulanan sürenin kısaldığı anlamına gelmektedir. Şirketin işletme sermayesi gereksiniminin karşılanması açısından oldukça önemli olan bu oran değerlendirilirken de sektör ortalamasına göre kıyaslama yapmak daha güvenilir sonuçlar verecektir. Nitekim şirketin sektör ortalamasına kıyasla daha hızlı tahsilat yapması pazardaki gücünün yüksek olduğunu gösterdiği gibi finansal durumu daha güçlü müşterilerle çalıştığı anlamına da gelmektedir.

4 Söz konusu rakamlar şirketlerin beş yıllık ortalama maddi duran varlık tutarlarıdır.

Grafik 4. Şirketlerin Alacak Devir Hızları

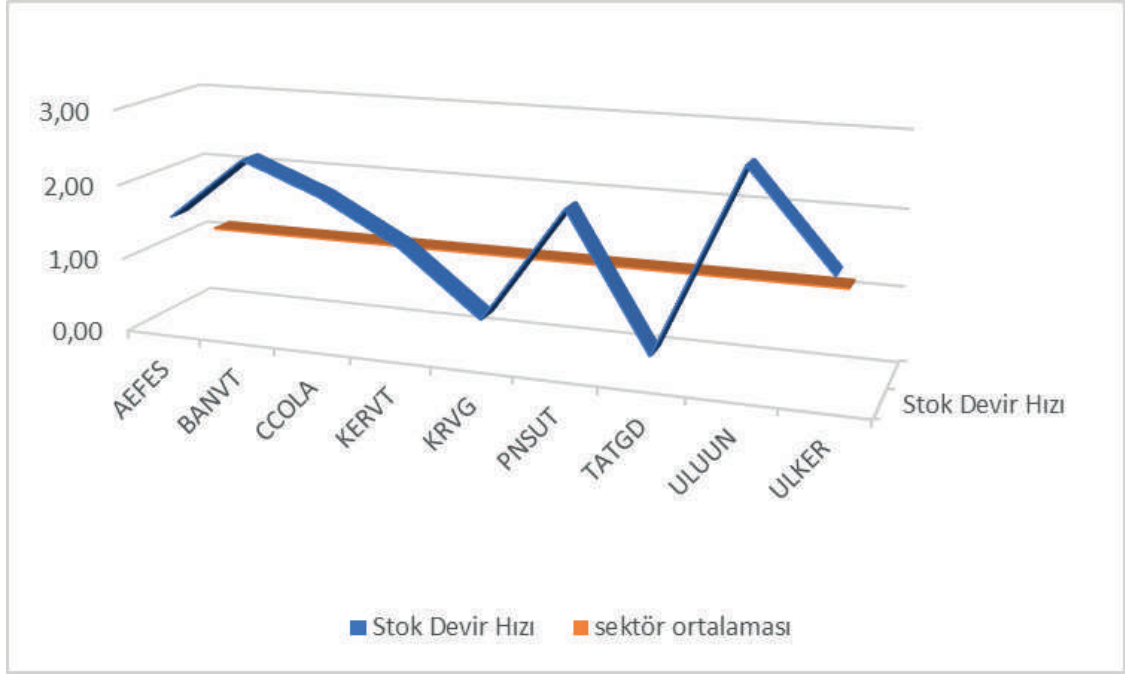


Grafik 4'te grldği üzere sektörde alacak devir hızı ortalaması 6,15'tir. Bir diğer ifade ile sektördeki Şirketler yaklaşık 60 günde bir alacaklarını tahsil etmektedir. 2020 yılında yaşanan Covid-19 pandemisi sürecinde birçok Şirket alacaklarını tahsil etmekte güçlük çekerken analize dahil edilen dokuz Şirket bu süreçten çok da etkilenmemiştir. Pandemi sonrası dönemdeki alacak devir hızları pandemi öncesine çok yakındır. Dolayısıyla Şirketleri sektör ortalamalarına göre değerlendirmek daha doğru olacaktır. Sektörde yer alan Şirketlerden AEFES (7,36), BANVT (10,42), CCOLA (9,55), KERVT (6,20) ve ULUUN (7,30) Şirketlerinin alacak devir hızları sektör ortalamalarının üzerindedir. Söz konusu Şirketlerin yabancı kaynak kullanımları, likidite oranları ve duran varlıkları da incelendiğinde Şirketlerin borçlarının azalmadığı, sektördeki Şirketlerden daha hızlı tahsilat yapmalarına rağmen cari oranlarının hızla dştği, duran varlıklarının ise hızla arttığı grlmştir. Dolayısıyla bu Şirketlerin alacaklarına güvenerek yeni yatırımlar yapmak suretiyle büyümeyi tercih ettiği söylenebilir. Nitekim alacak devir hızı sektör ortalamasının altında olan TATGD (2,47) ve ULKER (3,89) Şirketlerinin likidite oranları incelendiğinde ise en yüksek cari oran ve nakit orana sahip Şirketlerin bu iki Şirket olduğu görülmektedir. Bu Şirketler, AEFES, BANVT, CCOLA, KERVT ve ULUUN Şirketlerinin aksine duran varlıklar yerine dönen varlıklara yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Bu Şirketlerin kısa vadeli borçları ve duran varlıkları da incelendiğinde yıllar bazında neredeyse sabit olmaları Şirketlerin dönen varlık yatırımını tercih ettikleri tezini destekler niteliktedir. Şüphesiz, stok devir hızları incelendiğinde bu Şirketlerin stoklara mı yoksa hazır değerlere mi yatırım yaptıkları konusunda bilgi verecektir.

Şirketin stoklarının yılda kaç kez satıldığını gösteren stok devir hızı ne kadar yüksek olursa bir diğer ifadeyle Şirketin stok tutma süresi ne kadar kısa olursa, Şirketin stoklarını finanse etmek için ihtiyaç duyacağı kaynak da o derece düşük olacak ve stok maliyetleri düşecektir (akır ve Küçükkaplan, 2012: 75). Ancak yüksek stok devir hızının yetersiz stok bulundurmadan

kaynaklanabileceği de göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle stok devir hızında değerlendirme kriteri her zaman sektör ortalamaları olmalıdır. Sektör ortalamasının altında stok devir hızı şirketin satışlarının zayıf olduğuna veya gereğinden fazla stok bulundurduğunun bir göstergesidir.

Grafik 5. Şirketlerin Stok Devir Hızı



2018-2022 yılında sektörde yer alan 29 şirketin ortalama stok devir hızı 1,12 olarak hesaplanmıştır. Analize dâhil edilen 9 şirket incelendiğinde ise yalnızca KRVG (0,58) ve TATGD (0,34) şirketlerinin sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Daha önce de açıklandığı üzere bir şirketin stok devir hızının sektör ortalamasının altında olması satışlarının zayıf olması veya gereğinden fazla stok bulundurmadan kaynaklanmaktadır. KRVG şirketi incelendiğinde net satışlarının bazı dönemlerde çok düşük olduğu görülmektedir. TATGD şirketinin ise alacak devir hızı düşük olmasına rağmen, cari oranı ortalamadan çok üzerinde hesaplanmıştır. Bu şirketin stok devir hızının çok düşük olması cari oran ve alacak devir hızı ile birlikte değerlendirildiğinde şirketin stoklara gereğinden fazla yatırım yaptığı net bir şekilde görülebilmektedir. BNVT (2,39) ve ULUUN (2,80) şirketleri ise sektör ortalamasının oldukça üzerinde stok devir hızına sahiptir. Bu şirketlerin satılan mamul maliyeti ve stoklar kalemleri incelendiğinde ise stok devir hızının yüksek olma sebebinin düşük düzeyde stokla çalışmalarından kaynaklandığı görülmektedir.

3.4. Karlılık Analizi

Karlılık oranları, şirketlerin inceleme dönemi içerisinde, faaliyetleri sonucunda yeterli düzeyde kar elde edip edemediği konusunda değerlendirme yapma imkânı veren birer performans göstergesidir (Bilici, 2019: 184). Bu oranlar değerlendirilirken aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler karşılaştırılabileceği gibi aynı şirketin geçmiş dönem karlılık verileri cari dönemle de kıyaslanabilmektedir. Bu çalışmada da analize dahil edilen dokuz şirketin karlılık göstergesi olarak aktif karlılık (ROA), brüt esas faaliyet karlılık (BFK) ve vergi öncesi karlılık (VÖK)

oranları hem sektörün ortalama oranlarıyla kıyaslanmış hem de şirketlerin söz konusu karlılık oranlarının ilgili yıllarda gösterdiği trend yorumlanmıştır.

Tablo 4. Karlılık Oranlarına İlişkin Analiz Sonuçları

Şirketler	2018			2019			2020			2021			2022		
	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK	ROA	BFK	VÖK
AEFES	0,54	37,90	3,85	-0,03	36,02	4,94	2,42	37,94	3,90	1,69	37,18	3,66	2,19	36,14	3,03
BANVT	20,94	22,82	1,62	5,62	14,13	2,71	6,15	15,33	2,52	-8,47	6,07	-1,90	5,24	12,12	3,73
CCOLA	1,98	33,03	3,17	2,32	33,20	2,78	6,41	34,82	2,76	7,02	35,25	2,37	8,97	35,34	1,99
KERVT	1,83	17,19	3,83	-1,08	23,24	2,25	4,85	24,61	2,02	13,32	24,41	2,06	2,15	20,27	2,57
KERVG	3,04	23,69	0,00	6,81	28,71	0,00	12,79	30,60	1,76	11,69	34,26	1,61	12,41	29,70	1,78
PNSUT	4,41	15,87	3,37	3,79	15,56	2,85	2,36	12,20	3,81	2,32	12,92	4,36	1,42	11,69	3,25
TATGD	8,28	22,22	3,38	4,68	17,00	2,89	7,00	31,03	2,07	14,33	31,59	2,08	12,14	28,12	2,01
ULUUN	2,33	5,01	1,49	2,10	3,65	0,52	2,33	5,24	1,04	2,93	4,67	1,09	1,93	5,22	1,06
ULKER	5,43	25,94	2,03	7,32	26,20	2,00	8,19	27,41	1,85	6,13	28,12	1,77	3,70	28,24	1,83
Sektör	1,36	19,48	-0,25	-1,15	20,76	1,75	4,21	20,98	2,80	3,24	21,20	6,36	1,91	19,21	-0,68

Şirketlerin varlıklarına yaptığı yatırımın etkinliğinin bir göstergesi olan ROA incelendiğinde sektörde yıllar bazında bir istikrar olmadığı görülmektedir. Sektör ortalamasına bakıldığında 2018 ve 2019 yıllarında bir düşüş yaşanmış 2020 de önemli bir yükseliş göstermiş sonraki yıllarda ise düşüş eğilimini sürdürmüştür. Sektör ortalamalarıyla şirketleri aktif karlılığı açısından kıyasladığımızda, AEFES şirketinin 2019 yılı dışındaki tüm yıllarda sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. ROA'nın düşmesinin iki temel sebebi vardır. Bunlardan ilki şirketin net kar değerinin giderek azalması, diğeri ise şirketin aktiflerine yaptığı yatırımın artmasıdır. AEFES şirketinin alacak devir hızları yorumlanırken bu şirketin alacak tahsilatından elde ettiği nakdi maddi duran varlıklarına yatırdığı belirtilmişti. Bu sebeple ROA'nın düşük olmasının temel sebebinin toplam varlıklarının artmasından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Nitekim şirketin brüt esas faaliyetlerinden karları ve vergi öncesi karları incelendiğinde tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kar ettiği görülmektedir. Benzer şekilde alacak devir hızları yorumlanırken BANVT şirketinin de duran varlık yatırımı yapmayı tercih etmediği belirtilmişti. ROA incelendiğinde bu şirketin de 2021 yılı dışındaki tüm yıllarda sektör ortalamasının çok üzerinde özsermaye karlılığına sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca 5 yıl boyunca en istikrarlı ROA'ya sahip şirketin ULUUN olduğu (2,33; 2,10; 2,33; 2,93; 1,93) olduğu görülmektedir. ULUUN şirketi de AEFES şirketi gibi duran varlıklara sektöre oranla daha fazla yatırım yapmasına rağmen en yüksek stok devir hızına sahip şirket olması bakımından aktif dengesini koruduğu söylenebilir. Sektörde özsermaye karlılığı sektör ortalamasının sürekli üzerinde olan ve yıllar boyunca düzenli bir şekilde karlılığını arttıran iki şirket ise TATGD ve KERVG'dir.

Brüt satış karlılığı üzerinden hesaplanan brüt esas faaliyet karı incelendiğinde tüm şirketler sektör ortalamasının üzerinde yer alırken ULUUN şirketinin tıpkı ROA'da olduğu gibi tüm yıllarda sektör ortalamasının altında olduğu (5,01; 3,65; 5,24; 4,67; 5,22) görülmektedir. Dolayısıyla şirketin genel olarak düşük kar marjıyla çalıştığını belirtmek mümkündür. AEFES ortalama 37,09, CCOLA ise 34,32 brüt esas faaliyet kar marjı ile en yüksek orana sahip iki şirkettir. Bu şirketlerin VÖK oranları incelendiğinde ise AEFES 3,87, CCOLA 2,61 vergi

öncesi kar oranına düşmüşlerdir. Nitekim şirketlerin faaliyet giderleri incelendiğinde söz konusu iki şirketin pazarlama satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinin çok yüksek olduğu bu nedenle faaliyet karlarının 2/3 oranında azaldığı belirlenmiştir.

3.5. Bazı Oranlar Açısından Sektörel Kıyaslamalar

Bu başlık altında sektörde oranlar açısından iyi ve kötü durumda olan şirketler alacakların tahsil süresi (ATS), Altmanın Z skoru, Amihud Skoru, Beta değeri, halka açıklık oranı, Piotroski skoru ve Tobin Q oranı açısından değerlendirilmiştir.

Tablo 5. Seçilmiş Oranların Sektörel Kıyaslaması

	ATS	Z Skoru	AMIHU	BETA	HAO	PİOTROSKİ	TOBİNQ
2018	62,46	4,26	0,74	0,61	35.34	4.10	1.75
2019	76,18	5,48	1,26	0.53	38.45	5.00	1.30
2020	72,78	5,84	0,35	0.74	40.52	5.59	1.04
2021	77,46	6,95	0,54	0.35	42.97	5.45	1.89
2022	71,60	6,88	0,28	0.73	45.48	4.10	2.71
Sektör	63,14	4,22	0,76	0.60	33.79	4,21	1.78
FİRMALAR	FRIGO 20,34	PINSU 0,66	FADE 0,04	SELVA 0,16	SELGD 93,40	SELVA 2,00	KRVG 0,80
	SELVA 27,73	MERKO 2,33	KTSKR 0,07	FADE 0,17	AVOD 85,00	KTSKR 2,20	KTSKR 0,83
	KRSTL 152,13	SELGD 10,18	VANGD 2,01	MERKO 1,09	BANVT 8,00	FRIGO 6,80	MERKO 2,16
	TATGD 163,75	VANGD 10,73	OYLUM 2,50	KRSTL 1,05	KERVT 14,80	CCOLA 7,60	TUKAS 2,26

2018-2022 döneminde sektörde alacakların tahsil süresine bakıldığında yaklaşık 63 gün ila 72 gün arasında değiştiği görülmektedir. 2018 yılı hariç sektörel bazda ATS'de bir artış olduğu tespit edilmiştir. 5 yıllık sektör ortalamasına bakıldığında ise alacakların tahsil süresinin yaklaşık 63 gün olduğu belirlenmiştir. Bu açıdan sektöre en yakın değerler Pandemi öncesi dönem olan 2018 yılıdır. Sürecin Pandemi de daha da zorlaştığı açıkça görülmektedir. Firmalar bazında durum analiz edildiğinde en düşük tahsil süresine FRIGO (23,34) ve SELVA (27,73) sahiptir. Buna karşılık alacaklarını en uzun sürede tahsil eden iki firma ise sırasıyla KRSTL (152,13) ve TATGD (163,75)'dir.

Bilindiği üzere Z Skoru, işletmelerin mali başarısızlıklarını tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Model, işletmenin iflas riskini tespit edebilmek amacıyla kullanılmakta olup beş finansal rasyoyu dikkate almaktadır (Civan ve Dayı, 2014: 44-58). Genellikle, Z puanı ne kadar düşükse, bir şirketin iflas etme olasılığı o kadar yüksek olur. 1.8'den düşük bir Z puanı, şirketin finansal sıkıntı içinde olduğu buna karşın 3 ve üzeri bir puan, şirketin güvenli bir bölgede olduğu anlamına gelir. Yapılan değerlendirmelerde hem sektör ortalamasında hem de yıl bazlı ortalama değerlerde hiçbir Z skoru değerinin kritik değerlerin altında olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda firma bazında bakıldığında PINSU'nun 2018-2022 yılları arasındaki Z skoru değeri kritik değerlerin altında kalmıştır. Bu değişimin son iki yıldaki düşük (eksi) değerlerden

olduğu anlaşılmaktadır. SELGD ve VANGD Z skorları ise istenen limitleri en üst düzeyde yakalayan firmalar olarak gözümüze çarpmaktadır.

AMIHUĞ, likidite eksikliği, oranına bakıldığında oran bize günlük emir akışının fiyat etkisini göstermektedir (Amihud, 2002: 34). Diğer bir ifadeyle hisse getirisinin hacmine oranıdır. Bir liralık işlem hacminin günlük fiyat tepkisini ler. Bu oran ne kadar yüksekse likidite o kadar düşüktür. Aksine oran ne kadar düşükse likidite o kadar yüksek olacaktır. Likiditesi yüksek olan bir pay, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği için fiyatı yüksek olacaktır. Bu durumda da likidite eksikliği yüksek olan firmaların risk alma eğiliminin de decei beklenmektedir. Diğer bir deyişle, likiditesi daha düşük olan paylardan gelecekte daha yüksek getiriler elde edilebilmektedir (Günaydın, 2019; Yüksel vd., 2010).

Bu bilgiler ışığında 2018-2022 yılları arasındaki verileri dikkate aldığımızda sektörün 5 yıllık ortalama değerinin 0,76 olduğu, genel olarak 2019 yılında sektör ortalamasının (1,26) yükseldiği, analiz kapsamındaki diğer yıllarda ise ilgili oranın 5 yıllık sektör ortalamasının da altında seyrettiği görülmektedir. Dolayısıyla sektör geneli için likiditedeki beklenen bir azalmanın gelecekteki hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediği söylenebilir. Firma bazında FADE (0,04) ve KTSKR (0,07)'nin AMIHUĞ oranları sektör oranlarının olduua altında olduğu ve dolayısıyla firma hisse senedi getirilerinin pozitif yönde etkilenebileceği ifade edilebilir. Bununla birlikte başkaca bir değişken olmadığı durumda sektör geneli için yıllar itibariyle likiditedeki azalmanın VANGD ve OYLUM'da hisse senedi getirilerini negatif yönde etkileyebileceği söylenebilir.

Beta katsayısı, belirli bir hisse senedinin, ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür. Sistemati riski düşük olan menkul kıymetin beta değeri < 1 ve sistemati riski yüksek olan menkul kıymetin beta değeri > 1 'dir. Sektörün BETA katsayı ortalamasına bakıldığında yıllar itibariyle 1 değerinin altında olmasına rağmen yıllar bazında dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu anlamda sektörün sistemati riskinin düşük olduğu söylenebilir. Firma bazında FADE ve SELVA'nın riskinin düşük olduğu, buna karşın MERKO ve KRSTL'nin ise riskinin yüksek olduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle borsada yaşanacak yükseliş veya dte sektörün beta katsayısı 1'den küçük olduğu için, borsaya göre daha az yükseliş ya da d görülecektir. Analiz edilen sektörün borsa ile olan duyarlılığının nispeten düşük olduğu söylenebilir. Sektörün beta katsayısı 1'den düşük olduğu için piyasa koşullarına daha az duyarlılık gösterir yani endeksi bağımlı değildir. Tersisi durumda da analiz yapılabilir.

Halka açıklık oranları açısından sektörün 5 yıllık ortalamasına bakıldığında %34'lk bir değer görülmektedir. Bu oran borsa geneline uygundur. Son yıllarda halka açıklık oranlarında artışlar görülmektedir. 2022 yılında bu oran %45,48 olmuştur. SELGD ve AVOD sektördeki halka açıklık oranı en yüksek iki firma iken BANVT ve KERVT ise sektördeki en az halka açıklık oranına sahip firmalardır.

Piotroski Skoru, bir Şirketin mali durumunun gücünü belirlemek için kullanılan dokuz kriteri yansıtan sıfır ile dokuz arasında bir puandır. Piotroski Skorunda, dokuz en iyi ve sıfır en kötü olmak üzere, en iyi değerli hisse senetlerini belirlemek için kullanılır. Buna "F-Skor Filtrelemesi" de denilmektedir. Şirketleri temel analiz perspektifinden değerlendiren oran Joseph Piotroski tarafından 2002 yılında oluşturulmuştur. Şirketlere veya sektöre yatırım yapmak için kullanılabilecek stratejilerden biri olan orana göre Şirketin ROA cari yılda pozitif olmalıdır. Cari yılda pozitif nakit akışı sağlamalıdır. ROA bir önceki yıla göre daha yüksek olmalıdır ve Nakit Akışı net krdan daha iyi olmalıdır. Uzun vadeli borç geçen yıldan daha düşük olmalı ve

Cari oran bir önceki yıldan daha yüksek olmalıdır. Yıl içinde hisse artırımını yapılmamalı ve Brüt kâr marjı geçen yıldan daha yüksek olmalıdır. Buna ilaveten Aktif devir hızı geçen yıldan daha yüksek olmalıdır.

Piotroski bu stratejiyle, fiyat bir kenara, finansal durumu itibariyle sağlam olan firmaları/ sektörleri belirleyebilmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda sektörün 5 yıllık ortalama Piotroski Skoru 4,21'dir. Analiz döneminin başındaki ve sonundaki yıllar hariç Piotroski Skoru yaklaşık olarak 5-6 arasında değişmiştir. Bu durum bize sektörün hem yıllar bazında hem de 5 yıllık ortalamada fiyattan bağımsız olarak finansal durumunun ne sağlam ne de zayıf olduğunu göstermektedir. Firma bazında baktığımızda SELVA ve KTSKR, istenen değer 8 veya 9'dan küçük olmasından dolayı finansal açıdan durumlarının zayıf olduğunu söyleyebiliriz. FRIGO ve özellikle CCOLA'yı nispeten sektördeki diğer şirketlere göre finansal durumları sağlam veya sağlama yakın olarak nitelendirebiliriz.

Tobin Q oranı; şirketin pazar değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi ile hesaplanan ve finans literatüründe performans ölçmek için kullanılan bir kriterdir. Sektörün 5 yıllık Tobin Q oranı ortalaması 1,78'dir. Ayrıca yıl bazında bakıldığında 2018 hariç oran düzenli olarak artmaktadır. Dolayısıyla sektörün yatırımcılar tarafından tercih edilmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle sektörde varlıkların iyi yatırım alternatiflerinde kullanıldığı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla yatırımcı için büyüme potansiyeli taşıyan bir sektör olma durumu bulunmaktadır. Firma bazında baktığımızda KRVG ve KTSKR iyi bir yatırım alternatifi olmadığı söylenebilir. Bunun aksine MERKO ve TUKAS gelecekte büyüme fırsatları sunan tercih edilen firma olma özelliklerini taşımaktadırlar.

4. Sonuç ve Öneriler

Gıda, içecek ve tütün sektörüne ilişkin veriler 2018-2022 dönemi baz alınarak incelendiğinde hem likidite yönünden hem finansal yapı yönünden hem de faaliyetlerin etkinliği açısından farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu sonuçlar karlılık ve borsa performans oranları ile de test edilmiştir. Sektörde 39 şirket bulunmasına rağmen analiz dönemi boyunca sabit verisi olan 29 şirket incelemeye alınmıştır. Bunlardan 9'u sektörü temsil edecek büyüklüğe sahip olduğu için şirket bazındaki analizler bu şirketler üzerinden gerçekleştirilmiştir. Sektöre ilişkin veriler tüm şirketlerin bilgileri alınarak ortalamaya dahil edilmiştir.

Likidite oranları açısından sektörü incelediğimizde analiz dönemi boyunca CO sürekli artış göstermiştir. Sektörün her 1 TL'lik kısa vadeli borca karşılık artan oranda dönen varlığa sahip olduğu söylenebilir. Benzer şekilde LO açısından da sektörün her 1 TL'lik borcuna karşılık stoklar hariç artan oranda dönen varlığa sahip olduğu görülmektedir. Stoklar ve kısa vadeli alacaklar hariç sektörün sahip olduğu dönen varlıklarda düzenli olarak artış gözlemlendiği NO'dan anlaşılmaktadır. CO açısından sektörün analiz dönemi ortalaması 1,98'dir. Sektörü temsil eden 9 şirketin hiçbirinin CO değeri sektörden ciddi bir ayrışma göstermemektedir. LO açısından benzer bir yorum yapılabileceği gibi sadece KERVG ciddi oranda değerleri düşük gerçekleşmiştir. Buna karşın ULKER sektör ortalamasının (1,28) oldukça üstünde bir LO değerine sahiptir (2,59). NO açısından ise KERVİ, KERVG ve PNSUT sektör ortalamasının (0,40) oldukça altında kalmaktadır. CCOLA (0,88) ve ULKER (1,59) analiz dönemi ortalamasından oldukça yüksek bir NO değerine sahiptir. Genel olarak sektörün kısa vadeli borçlarını ödeme gücünde olduğu söylenebilir.

Finansal yapı oranları açısından sektörü incelediğimizde 9 şirketi baz alarak yapılan analizlerde sektörün yaklaşık %60 oranında varlıkların finansmanında yabancı kaynaklar kullandığı tespit

edilmiştir. Bununla beraber 201-2022 döneminde %55-%62 aralığında verilerin değiştiği söylenebilir. TATGD ve PNSUT ve AEFES sektöre göre daha az yabancı kaynak finansmanına gittiği buna karşın UULUN KERVT ise daha yüksek bir oranda yabancı kaynak kullandığı g r lm ştir. BANVT ve CCOLA ve KERVG sektör ortalaması ile benzer yabancı kaynak kullanımına gittiği anlaşılmıştır. Sektörün ideal düzeylerde yabancı kaynak kullandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sektörü varlıklarını etkin kullanma düzeyleri açısından incelediğimizde analiz döneminde ortalama ADH 0,91'dir. Sektör 1 TL'lik aktif varlığı ile 0,91 TL'lik satış hasılatına ulaştığı söylenebilir. Bu anlamda genel olarak sektörün varlıklarını çok etkin kullanamadığı ifade edilebilir. AEFES ve ULKER bu Şekilde varlıklarını etkin kullanamayan Şirketler arasında görülmektedir. Sektörün alacak devir hızı ise 6,15'dir. Buna en büyük katkıyı BANVT (10,42) vermektedir. An az katkı ise 2,47 ile TATGD vermiştir. Dolayısıyla sektörde alacakların yaklaşık 6 katı oranda bir net satış hasılatı yaratılmaktadır. Ortalama SDH ise 0,67'dir. 1 TL'lik stok ile 0,67 TL'lik net satış hasılatı yaratıldığı ifade edilebilir. Bu anlamda sektörün stoklarını satışa yönlendirmede çok başarılı olmadığı söylenebilir.

Sektörün karlılık durumuna bakıldığında ROA açısından ortalama değer 1,91'dir. Diğer bir ifadeyle aktif toplamının 1,91 katı oranında bir net dönem karı elde etmektedir. Şirketlerin varlıklarına yaptığı yatırımın etkinliğinin bir göstergesi olan ROA değerleri sektörde yıllar bazında bir istikrar olmadığı görülmektedir. Sektör ortalamasına bakıldığında 2018 ve 2019 yıllarında bir düşüş, 2020 de önemli bir yükseliş kaydedilmiş ve sonraki yıllarda ise düşüş eğilimi g r lm ştir. Bununla birlikte brüt esas faaliyet karı açısından bakıldığında ise sektör ortalaması 20,32'dir. Nitekim Şirketin brüt esas faaliyetlerinden karları ve vergi öncesi karları incelendiğinde tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kar ettiği görülmektedir. Brüt satış karlılığı üzerinden hesaplanan brüt esas faaliyet karı incelendiğinde tüm Şirketler sektör ortalamasının üzerinde yer alırken ULUUN Şirketinin tüm yıllarda sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Vergi borçlarının göz ardı edilerek faiz giderlerinin ve sermaye yapısı gibi değişkenlerin sürece dahil edilerek Şirketin yalnızca faaliyetlerden elde ettiği kazanç kabiliyeti incelendiğinde AEFES ve CCOLA'da düşüşler gözlemlenmektedir. Tüm analiz döneminin ortalama değer 1,99'dur. TATGD ve KERVG dışında ortalamanın altında işletme yoktur. Bu kapsamda Şirketlerin genel olarak borcunu ödemek, kar sağlamak, operasyonlarını finanse etmek için yeterli kazanç elde etme kabiliyetlerinin olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- AKYÜZ, Yılmaz, GENÇ, Erhan ve EREM, Işıl (2013), “Finansal Oranlar Arasındaki İlişkinin Faktör Analizi İle İncelenmesi: Aracı Kurumlar Üzerinde Bir Uygulama”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 37: 85-96.
- AMIHUD, Y. (2002), “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section And Time-Series Effects”, *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- AYDEMİR, Oğuzhan, ÖGEL, Serdar ve DEMİRTAŞ, Gökhan (2012), “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2): 277-288.
- BİLİCİ, Nilgün (2019), “Turizm Sektörünün Finansal Performansının Oran Analizi ve Topsis Yöntemiyle Değerlendirilmesi”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1): 173-194.
- BÜLÜÇ, Ferda, ÖZKAN, Okan ve AĞIRBAŞ, İsmail (2017), “Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi”, *International Journal of Academic Value Studies*, 9(11): 64-72.
- CİVAN, Mehmet ve DAYI, Faruk (2014), “Altman Z Skoru Ve Yapay Sinir Ağı Modeli İle Sağlık İşletmelerinde Finansal Başarısızlık Tahmini”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı 41, Mart Nisan, 44-58.
- ÇAKIR, Hafize MEDER ve KÜÇÜKKAPLAN, İlhan (2012), “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000 – 2009 Dönemi İçin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman*, 53: 69-86.
- DEMİR, Mehmet ve TUCAY, Merve (2012), “Türk Gıda Sektörünün Faaliyet ve Kârlılık Oranları Açısından Analizi: İMKB Gıda Sektöründe İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma (2000-2008 Dönemi)”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2): 367-392.
- İSKENDEROĞLU, Ömer, KARADENİZ, Erdiç ve AYYILDIZ, Nazif (2015), “Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması”, *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3): 86-97.
- SANAYİ GENEL MÜDÜRLÜĞÜ (2021), “Gıda ve İçecek Sektörü Raporu 2021”, Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi, T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Ankara.
- TOPAL, Yusuf (2006), “İMKB’YE Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27: 45-70.
- ÜLKER, Yakup ve ARSLAN, Öznur (2020), “Türkiye’de Gıda Perakendeciliği Sektöründe Finansal Analiz ve Bir Uygulama”, *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(4): 2531-2546.
- GÜNAYDIN, A. Doruk (2019), “Borsa İstanbul’da Likidite ve Pay Getirileri”, *CEF-Sabancı Üniversitesi Araştırma Raporu*. <https://cef.sabanciuniv.edu/arastirmalar>.
- YÜKSEL, Aslı, YÜKSEL Aydın ve DOĞANAY, Mete (2010), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Hisse Senetlerinin Fiyatlandırılmasında Likiditenin Rolü”, *İktisat İşletme ve Finans*, 25(293): 69-94.

Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım Sektörü Finansal Analizi

Haşim Bağcı¹

Özet

Mali analiz, firmaların geleceğe yönelik sağlıklı kararlar alabilmeleri konusunda denetim ve kontrol mekanizması sağlayan işlevlerden biridir. Mali analizi düzenli ve sık aralıklarla gerçekleştirmek finans yöneticilerinin sorumluluğu altındadır. Bu çalışmada Borsa İstanbul imalat alt sektörüne kayıtlı kâğıt ve kâğıt ürünleri basım sektöründe faaliyet gösteren 12 firmanın oran analizi yapılmıştır. 2018-2022 yılları arasını kapsayan bu analizde likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık oranları hesaplanmıştır. Elde edilen bulgular doğrultusunda firmaların oranları değerlendirilmiş ve hangi firmanın ne durumda olduğu görülmüştür. Ayrıca firmaların finansal analiziyle birlikte geleceğe yönelik alınacak kararlarla ilgili öneriler sunulmuştur.

1. Giriş

İşletmelerin her geçen gün değişen ekonomik koşullara ayak uydurabilmek ve krizlerle baş ederek varlıklarını sürdürebilmek için finansal durumlarını düzenli olarak gözden geçirmeleri gerekmektedir. Aslında vurgulanmak istenen ise işletmelerin finansal analiz yapmalarıdır. Finansal analiz yapmak geleceğe yönelik sağlıklı kararlar alabilmek için alınması gereken önlemlerden biridir. Finansal analiz yaparak işletmeleri bekleyen başarısızlık ve hatta iflas gibi tehlikelerin kısmen de olsa tespiti sağlanabilir. Ancak tamamen bu tehlikelerden uzak durmak için ise finansal analiz dışında doğru finansal kararlar almak son derece önem arz etmektedir.

Finansal analizi yapabilmek için birçok yöntem bulunmaktadır. Bu çalışmada oran analizi tercih edilmiştir. Oran analiziyle incelenen sektöre ait rasyolar belirlenerek gerekli değerlendirmelerde bulunulmuştur. Ayrıca incelenen sektöre ait firmaların oranları sektör ortalamalarıyla kıyaslanıp durumları ortaya konmuştur.

Bu çalışmada imalat sektörüne kayıtlı kâğıt ve kâğıt ürünleri basım alt sektöründe faaliyet gösteren 12 firmanın 2018-2022 yılları oran analizi yapılmıştır. Oran analizi yapılan firmalar Borsa İstanbul'a kayıtlı olup halka arz edilen firmalardır. Bu firmaların oranları ile sektörün tümüne ait ortalamalar karşılaştırılmış ve firmanın hem kendi performansı hem de sektöre göre performansı görülmüştür.

Çalışmada kullanılan 12 firmaya ait verilere Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) kap.org.tr internet sitesinden erişim sağlanmıştır. Ayrıca sektörel kıyaslamayı yapabilmek için sektör ortalamalarına Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tcmb.gov.tr internet sitesinden ulaşılmıştır. Dolayısıyla çalışmanın verileri ikincil verilerdir. İkincil verilerin elde edilmesinde ise firmalara ait bilanço ve gelir tablosu gibi temel mali tablolardan yararlanılmıştır.

1 Doçent, Aksaray Üniversitesi Sağlık Bilimleri Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, hasimbagci1907@hotmail.com, ORCID ID: 0000-0002-5828-2050

Yapılan çalışmanın amacı, imalat sektörüne kayıtlı kâğıt ve kâğıt ürünleri basım firmalarında oran analizi yaparak sektörün mali durumunu görmek ve bu duruma yönelik öneriler sunmaktır. Çalışmanın Borsa İstanbul'a kayıtlı firmalardan seçilmesinin nedeni; hem halka açık olmaları hem de şeffaf ve denetlenebilir olmalarıdır. Kâğıt sektörü krizlerden çabuk etkilenen ve dışa bağımlılığı yüksek bir sektör olduğu için finansal durumu merak edilmiştir. Bu merakın nedeni oran analizi yoluyla incelenen sektörün finansal açıdan kırılğan yapıda olup olmadığı da görülerek gelecekte alması gereken çözüm önerileri sunulmuştur. Çözüm önerilerini sunmak için işletmelerin finansal yapıları, likidite düzeyleri, kârlılık düzeyleri ve faaliyet durumlarını gösteren oranlar ölçülmüştür. Bu ölçümlerle beraber öneriler geliştirilmiştir.

Yapılan çalışmada kullanılan kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörüyle ilgili çalışmalar incelendiğinde; Demirtaş ve Orçun (2022), Karadeniz, İskenderoğlu ve Öcek (2021), Akyüz ve Yıldırım (2021), Akyüz, Yıldırım ve Akyüz (2020), Akyüz vd. (2019), Akyüz ve Yıldırım (2019), Akyüz (2019), Akyüz vd. (2018), Akyüz vd. (2017), Akyüz, Yıldırım ve Balaban (2015)'e ait çalışmalar tespit edilmiştir. Bu çalışmalar içerisinde güncel olan Demirtaş ve Orçun (2022) tarafından yapılan araştırmada; Hirose yöntemi kullanılarak kâğıt sektöründeki marka değeri analizi yapılmıştır. Sektördeki 10 firmanın marka değerleri tespit edilmiş ve bu tespitin piyasa değerleri ile uyumadığı hatta piyasa değerlerinin altında olduğu görülmüştür. Diğer bir güncel çalışma olan Karadeniz, İskenderoğlu ve Öcek (2021) araştırmalarında; kâğıt sektörünün 2009-2019 yılları arası finansal performansını belirlenen ölçek bazlı analiz etmişlerdir. Bu firmaların Altman ve Springate modelleriyle finansal başarısızlıkları da ölçülmüş ve sonuç olarak; firmaların ölçek büyüklüğü ile likidite, finansal yapı ve kârlılığın doğru orantılı olduğu, faaliyet oranlarının ise değişim gösterdiği görülmüştür. Ayrıca ölçekleri büyüyen işletmelerin finansal başarısızlık risklerinin düştüğü saptanmıştır. Yapılan çalışmaların çoğunda mali analiz kullanılmış ve genellikle ampirik analize dayalı bulgular türetilmiştir. Bu çalışmada ise sektörün genel değerlendirmesi yapılmış ve firmaların sektördeki durumu yorumlanmıştır.

2. Türkiye'de ve Dünyada Kâğıt Sektörü

Kâğıdın hammaddesi selüloz olup kâğıt üretimi ilk olarak mekanik işlem yoluyla selüloz elde edilmesiyle başlamaktadır. Selüloz; iğne yapraklı ve geniş yapraklı ağaçların gövde ve dalları ile haşhaş, tütün, ayçiçeği, pamuk, kendir gibi bitkilerin sap, tohum ve yapraklarından elde edilmektedir. Ayrıca atık kâğıtlar da hammadde olarak kullanılabilir. Ardından hamuru hazırlama kısmında açma, temizleme, dövme, parçalama, öğütme ve katkı maddelerinin eklenmesi şeklinde devam etmektedir. Daha sonra kâğıt-karton elde edebilmek için süzme, presleme ve kurutma işlemlerinden geçilmektedir. Son olarak ise nihai ürünün istenilen biçimde kesilmesi veya bobinler sarılarak ambalajlanmasıyla işlem sona ermektedir. Kâğıt endüstrisinde su kullanımı oldukça fazladır. Hatta kâğıt üretiminde kullanılan kimyasal maddeler çevreye oldukça zarar verdiği için doğaya atılması engellenmelidir (Doğu Marmara Kalkınma Ajansı, 2020: 16-17).

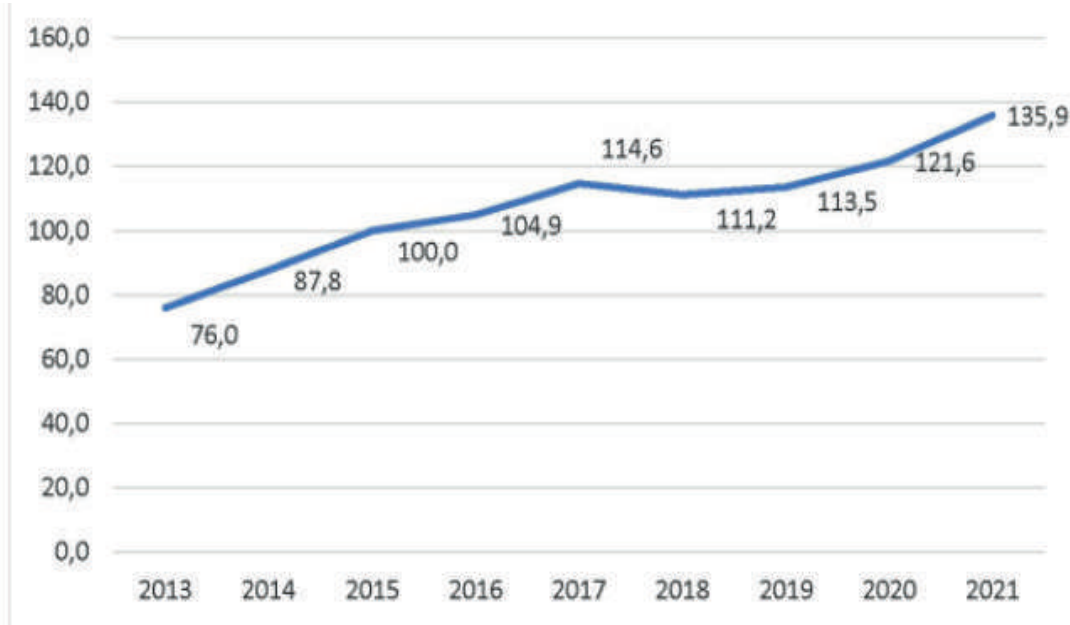
Kâğıdın hammaddesinin işlenip son ürün hâline gelinceye kadarki aşamaları; selülöz ve odun hamuru, atık kâğıt ve kâğıt-karton olarak 3 sektörde yapılmaktadır. Kâğıt-karton ise kültürel ve endüstriyel karton olarak 2 grupta sınıflandırılmaktadır. Kültürel kâğıtlar; yazı tabii kâğıtlar ve gazete kâğıtları olarak; endüstriyel kâğıtlar ise sargılık kâğıtlar, temizlik kâğıtları, kraft torba kâğıdı, oluklu mukavva, kartonlar, sigara ve ince özel kâğıtlar olarak kullanılmaktadır (İstanbul Sanayi Odası, 2015: 1).

Kâğıt üretiminde kullanılan hammadde kâğıt üretim aşamasında ağaç, orman ürünleri ve atık kâğıt sektörü ile ilişkili olup aynı zamanda kâğıdın doğrudan kullanıldığı basım-yayın ve ambalaj

sektörü de yakın ilişkili olduğu sektörler arasında yer almaktadır (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2021: 11).

Kâğıt ve kâğıt ürünleri basım, imalat sektörünün altında yer alan 2023 yılı itibariyle 12 işletmenin faaliyet gösterdiği alt sektörlerden biridir (KAP, 2023). Sektörün gelişimi; girişim sayısı, üretim, katma değer, yatırımlar, istihdam, verimlilik, dış ticaret, iç pazar, iç pazar büyüklüğü, net döviz kazandırıcı faaliyetler ve teknoloji faaliyetleri gibi göstergeler aracılığıyla yorumlanmaktadır (İstanbul Sanayi Odası, 2015: 3).

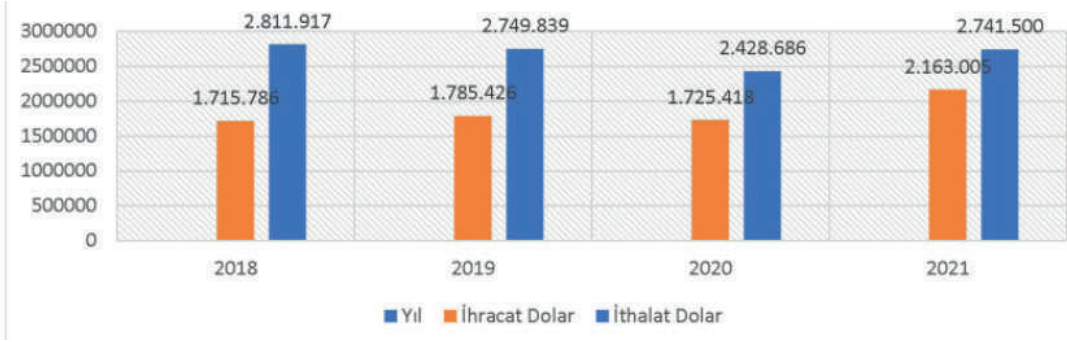
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre; imalat sanayideki girişim sayısının % 1'i, çalışan sayısının % 1,9'u kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörüne aittir. Sektörün üretim endeksi ise Şekil 1'de verilmiştir.



Şekil 1: Sektör Üretim Endeksi (TÜİK, 2021)

Şekil 1 incelendiğinde; kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörünün üretim endeksinin her geçen yıl giderek arttığı ve sektördeki üretimin gelişim gösterdiği görülmektedir.

Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörünün TÜİK 2020 yılı verilerine göre cirosu 91,4 milyar lira iken, bunun imalat sanayi içerisindeki payı % 2,99'dur. Sektörün Ar-Ge faaliyetleri ise 2020 yılı TÜİK verilerine göre 32 milyon liradır. Kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörüne ülke çapında bakıldığında öncelikle ithalat ve ihracat değerleri göze çarpmaktadır. Bu veriler Şekil 2'de görülmektedir.



Şekil 2: Sektördeki İhracat-İthalat (TÜİK, 2021)

Şekil 2'ye göre; Türkiye'nin kâğıt ve kâğıt ürünleri ihracatı belirlenen yıllarda artmakta, ithalatı da azalmaktadır. Her ne kadar henüz sektördeki ihracat, ithalatı karşılayamasa da, belirlenen 4 yıllık zaman diliminde kâğıt ve kâğıt ürünlerinde dışa bağımlılıkta azalma görülmektedir.

Dünyada ise 2021 yılı için ihracatçı ülkeler Şekil 3'de görülmektedir.

İhracatçılar	2017 yılında ihraç edilen değer	2018 yılında ihraç edilen değer	2019 yılında ihraç edilen değer	2020 yılında ihraç edilen değer	2021 yılında ihraç edilen değer
ABD	28.986.503	30.126.070	27.777.029	25.064.092	29.217.037
Çin	22.199.099	23.475.480	25.976.972	24.485.377	28.713.038
Almanya	26.105.229	28.581.907	26.334.199	24.185.384	28.670.576
Kanada	14.403.440	16.304.849	14.162.002	12.079.890	14.153.302
İsveç	11.178.306	12.066.654	11.523.401	11.046.865	12.614.713
Finlandiya	10.370.204	12.227.395	10.923.469	9.011.192	11.011.123
Hollanda	8.017.701	8.788.039	8.386.454	8.093.377	9.929.239
İtalya	8.711.734	9.479.704	8.762.007	8.013.784	9.749.283
Fransa	8.723.964	9.188.008	8.487.856	7.639.792	9.502.533
Polonya	6.231.226	7.602.347	7.450.291	7.619.707	9.300.216

Şekil 3: Sektördeki Dünya İhracatı (Trademap, 2021)

Dünya ihracat verilerine göre; kâğıt ve kâğıt ürünleri sektörünün lideri Amerika Birleşik Devletleri (ABD) iken, Almanya ve Çin sırasıyla onu takip etmektedir. Türkiye ise kâğıt ihracatında ilk 10 ülke arasında yer almamaktadır. Sektördeki ithalat verileri ise Şekil 4'de verilmektedir.

İthalatçılar	2017 yılında ithal edilen değer	2018 yılında ithal edilen değer	2019 yılında ithal edilen değer	2020 yılında ithal edilen değer	2021 yılında ithal edilen değer
Çin	27.909.482	32.288.560	26.690.980	26.402.477	31.385.783
ABD	24.279.589	26.741.251	25.765.325	22.795.234	27.038.033
Almanya	21.124.229	23.149.248	20.943.182	18.826.232	22.765.259
Fransa	11.570.345	12.482.498	11.778.177	10.889.623	12.779.930
Birleşik Krallık	10.369.771	11.366.309	10.615.187	9.649.990	9.451.440
Hollanda	7.423.872	8.405.285	7.834.164	7.347.169	9.244.797
İtalya	8.452.868	9.698.254	8.837.481	7.244.487	9.089.443
Kanada	8.123.697	8.339.702	8.143.177	7.661.851	8.651.757
Polonya	5.802.715	7.113.291	6.506.242	6.432.353	8.153.771
Meksika	7.303.870	7.883.972	7.546.081	6.486.543	8.032.679

Şekil 4: Sektördeki Dünya İthalatı (Trademap, 2021)

Dünya ithalat verilerine göre ise sektörde en çok kâğıt ve kâğıt ürünleri ithal eden ülke Çin iken Almanya ve ABD sırasıyla onu takip etmektedir. Bu sonuçlar hem ihracatta hem ithalatta sektörün lider ülkelerinin ABD, Çin ve Almanya olduğunu göstermektedir. Bu 3 ülke sektörde dışa bağımlılığı olmayan, sektörün lider ülkeleri olarak göze çarpmaktadır. Dünya çapında ülkelerin ihracat ve ithalattaki payı ise Şekil 5'te görülmektedir.

İhracatçılar	Dünya İhracatında Değer Payı (%)	İthalatçılar	Dünya İthalatında Değer Payı (%)
ABD	10.6	Çin	11.1
Çin	10.4	ABD	9.5
Almanya	10.4	Almanya	8.0
Kanada	5.1	Fransa	4.5
İsveç	4.6	Birleşik Krallık	3.3
Finlandiya	4.0	Hollanda	3.3
Hollanda	3.6	İtalya	3.2
İtalya	3.5	Kanada	3.1
Fransa	3.5	Polonya	2.9
Polonya	3.4	Meksika	2.8

Şekil 5: Sektörde Ülkelerin Payı (Trademap, 2021)

Şekil 5'te görülen sonuçlar 3. ve 4. şekli onaylar nitelikte olup ABD, Çin ve Almanya'nın sektörde lider olduğunu kanıtlamaktadır. İhracatta zirvede ABD yer alırken, ithalatta zirvede Çin yer almaktadır. Şekil 5'te görülen ülkeler sektörde dünyadaki en iyi 10 ülkeyi göstermektedir. Şekil 5'e detaylı bakıldığında; İsveç ve Finlandiya ihracatta ilk 10 içerisinde yer alırken, ithalatta ise ilk 10 sırada yoktur. Bu sonuç; İsveç ve Finlandiya'nın sektörde dışa bağımlı olmayan kendi kendine yetebilir düzeyde kâğıt üreten ülkeler olduğunu göstermektedir. Bu sonucun aksine Birleşik Krallık ve Meksika'nın ise ithalatta ilk 10'da yer aldığı; fakat ihracatta olmadığı görülmektedir. Bu durum ise Birleşik Krallık ve Meksika'nın sektörde dışa bağımlılığının yüksek olduğunu göstermektedir.

3. Kâğıt Sektörü Mali Analizi

Bu kısımda Borsa İstanbul imalat sektörü içerisinde yer alan kâğıt ve kâğıt ürünleri basım sektöründe yer alan 12 işletmenin 2018-2022 yılları arası 5 yıllık finansal oranları hesaplanmış ve bu sonuçlar sektör ortalamalarıyla karşılaştırılıp yorumlanmıştır. Finansal oranlar 4 grupta incelenmiştir. Bu oranlar; likidite oranları, borçlanma oranları, faaliyet oranları ve kârlılık oranlarıdır.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları olarak; cari oran, asit-test oranı ve nakit oran kullanılmıştır. Bu oranların 2018 yılındaki skorları Tablo 1'de görülmektedir. Ayrıca her yılda 12 işletme aktif olmadığı için yıl bazlı firma sayısı değişim göstermektedir.

Tablo 1: 2018 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Alkim	3,033809	1,989385	1,032357
Bak Ambalaj	1,307646	0,85902	0,193772
Duran Doğan	1,132654	0,756713	0,100761
Kaplamin	1,038401	0,804261	0,025667
Kartonsan	4,001371	2,465974	1,393983
Mondi	0,979409	0,728538	0,009319
Prizma	5,091999	2,978457	0,081414
Saray	1,309509	0,121143	0,001039
Viking	0,483693	0,264552	0,038386
Sektör Ortalamaları	1,701	1,201	0,247

Tablo 1'de yer alan 2018 yılı likidite oranlarına bakıldığında; cari oranı en yüksek firma Prizma iken, Viking ise cari oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarının cari oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Asit-test oranı en yüksek firma Prizma iken, Saray ise asit-test oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarının asit-test oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Nakit orana göre Kartonsan işletmesinin nakit oranı en yüksek, Saray işletmesinin nakit oranı en düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise sadece Alkim ve Kartonsan işletmelerinin nakit oranı sektör ortalamalarının üzerindedir. 2018 yılı için genel bir değerlendirme yapıldığında; likidite düzeyi en iyi firmalar Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarıdır. Hatta Alkim ve Kartonsan işletmelerinin tüm likidite oranlarının sektör ortalamalarını geçtiği görülmüştür. Bu firmaların kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir.

2019 yılı likidite oranları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: 2019 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Alkim	3,0429	2,515209	1,47854
Bak Ambalaj	1,323689	0,842548	0,230165
Duran Doğan	1,563469	0,970835	0,312306
Kaplamin	0,943562	0,737513	0,026328
Kartonsan	4,020228	2,257343	1,193499
Mondi	0,92517	0,727961	0,023779
Prizma	3,655145	2,311229	0,048949
Saray	0,988282	0,54423	0,000255
Viking	0,405585	0,242279	0,028714
Sektör Ortalamaları	1,974	1,408	0,423

Tablo 2’de yer alan 2019 yılı likidite oranlarına bakıldığında; cari oranı en yüksek firma Kartonsan iken, Viking ise cari oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarının cari oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Asit-test oranı en yüksek firma Alkim iken, Viking ise asit-test oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarının asit-test oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Nakit orana göre Alkim işletmesinin nakit oranı en yüksek, Saray işletmesinin nakit oranı en düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise sadece Alkim ve Kartonsan işletmelerinin nakit oranı sektör ortalamalarının üzerindedir. 2019 yılı için genel bir değerlendirme yapıldığında; likidite düzeyi en iyi firmalar Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarıdır. Hatta Alkim ve Kartonsan işletmelerinin tüm likidite oranlarının sektör ortalamalarını geçtiği görülmüştür. Bu firmaların kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir.

2020 yılı likidite oranları Tablo 3’de verilmiştir.

Tablo 3: 2020 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Alkim	3,632759	2,823014	1,513779
Bak Ambalaj	1,463404	1,035591	0,370895
Duran Doğan	1,222474	0,833249	0,308973
Kaplamin	0,940458	0,708297	0,030474
Kartonsan	4,141973	2,87444	1,818888
Mondi	0,971557	0,747609	0,010933
Prizma	1,919497	0,875761	0,006734
Saray	1,136876	0,534979	0,00172
Viking	0,379038	0,259986	0,074193
Sektör Ortalamaları	1,905	1,34	0,438

Tablo 3'de yer alan 2020 yılı likidite oranlarına bakıldığında; cari oranı en yüksek firma Kartonsan iken, Viking ise cari oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Kartonsan ve Prizma firmalarının cari oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Asit-test oranı en yüksek firma Kartonsan iken, Viking ise asit-test oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim ve Kartonsan firmalarının asit-test oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Nakit orana göre Kartonsan işletmesinin nakit oranı en yüksek, Saray işletmesinin nakit oranı en düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise sadece Alkim ve Kartonsan işletmelerinin nakit oranı sektör ortalamalarının üzerindedir. 2020 yılı için genel bir değerlendirme yapıldığında; likidite düzeyi en iyi firmalar Alkim ve Kartonsan firmalarıdır. Alkim ve Kartonsan işletmelerinin tüm likidite oranlarının sektör ortalamalarını geçtiği görülmüştür. Bu firmaların kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir.

2021 yılı likidite oranları Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4: 2021 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Alkim	2,598599	2,081269	1,251613
Bak Ambalaj	1,208327	0,889783	0,261012
Duran Doğan	1,067367	0,623279	0,047013
Europap	2,90198	2,389311	1,62954
Kaplamin	1,05792	0,792421	0,018604
Kartonsan	3,093303	2,445558	1,588706
Konya Kâğıt	3,074068	2,46853	1,688575
Mondi	1,171727	0,864073	0,029827
Prizma	1,79404	0,723147	0,006867
Saray	0,9361	0,431046	0,001344
Viking	0,31324	0,1914	0,041411
Sektör Ortalamaları	1,681	1,182	0,336

Tablo 4'de yer alan 2021 yılı likidite oranlarına bakıldığında; cari oranı en yüksek firma Kartonsan iken, Viking ise cari oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Europap, Konya Kâğıt, Kartonsan ve Prizma firmalarının cari oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Asit-test oranı en yüksek firma Konya Kâğıt iken, Viking ise asit-test oranı en düşük işletmedir. Sektör ortalamalarına göre ise Alkim, Europap, Konya Kâğıt ve Kartonsan firmalarının asit-test oranı sektör ortalamalarının üstünde yer almaktadır. Nakit orana göre Konya Kâğıt işletmesinin nakit oranı en yüksek, Saray işletmesinin nakit oranı en düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise sadece Alkim, Europap, Konya Kâğıt ve Kartonsan işletmelerinin nakit oranı sektör ortalamalarının üzerindedir. 2021 yılı için genel bir değerlendirme yapıldığında; likidite düzeyi en iyi firmalar Alkim, Europap, Konya Kâğıt ve Kartonsan firmalarıdır. Bu 4 firmanın tüm likidite oranlarının sektör ortalamalarını geçtiği görülmüştür. Bu firmaların kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir.

2022 yılı likidite oranları Tablo 5’de verilmiştir.

Tablo 5: 2022 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Alkim	3,790228	2,510799	0,763255
Bak Ambalaj	1,541401	1,090721	0,224709
Barem Ambalaj	2,346272	1,850697	0,68214
Duran Doğan	1,200482	0,579214	0,117758
Europap	3,069436	2,212511	0,674131
Kaplamin	1,106387	0,788855	0,016318
Kartonsan	3,765546	2,083601	1,124103
Konya Kâğıt	7,487594	3,769555	2,090092
Mondi	1,340077	0,946079	0,038711
Prizma	1,265743	0,367119	0,009788
Saray	0,87619	0,399381	0,003499
Viking	0,405961	0,30682	0,099212

Tablo 5’de yer alan 2022 yılı likidite oranlarına bakıldığında; cari oranı en yüksek firma Konya Kâğıt iken, Viking ise cari oranı en düşük işletmedir. Asit-test oranı en yüksek firma Konya Kâğıt iken, Viking ise asit-test oranı en düşük işletmedir. Nakit orana göre Konya Kâğıt işletmesinin nakit oranı en yüksek, Saray işletmesinin nakit oranı en düşüktür. 2022 yılı sektör ortalamaları yayınlanmadığı için firmaların sektördeki kıyaslaması yapılamamıştır. Ancak 2022 yılı için genel bir değerlendirme yapıldığında; likidite düzeyi en iyi firma Konya Kâğıt işletmesi iken; Alkim, Europap ve Kartonsan diğer başarılı işletmeler olarak göze çarpmaktadır. Bu firmaların kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir.

3.2. Finansal Yapı Oranları

Borçlanma oranları olarak da bilinen finansal yapı oranları, işletmenin borçlanma düzeyini göstermektedir. Ayrıca likidite oranlarının aksine uzun vadeli finansal yapı ve risk tahminine yardımcı olmaktadır. Bu çalışmada finansal kaldıraç oranı (FKO), genel ödeme gücü oranı (GÖG), özkaynak oranı (ÖK), kısa vadeli yabancı / özkaynak oranı (KVYK / ÖK) ve borçlanma katsayısı oranları (BK) hesaplanmıştır. Bu oranlardan FKO, KVYK / ÖK ve BK negatif nitelikli oranlar iken, GÖG ve ÖK pozitif nitelikli oranlardır. 2018 yılı finansal yapı skorları Tablo 6’da görülmektedir.

Tablo 6: 2018 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Alkim	0,314176	3,182934	0,685824	0,412412	0,458099
Bak Ambalaj	0,605843	1,650594	0,394157	1,111752	1,537057
Duran Doğan	0,731914	1,36628	0,268086	1,569334	2,730153
Kaplamin	0,675481	1,480427	0,324519	1,832069	2,081484
Kartonsan	0,164331	6,085275	0,835669	0,165258	0,196646
Mondi	0,700467	1,427619	0,299533	2,248964	2,338529
Prizma	0,106398	9,398659	0,893602	0,095568	0,119067
Saray	0,780794	1,280748	0,219206	2,402563	3,561916
Viking	0,896427	1,115539	0,103573	6,07183	8,655062
Sektör Ortalamaları	0,682	1,466	0,318	1,386	1,869

Tablo 6'daki finansal yapı oranlarına göre; 2018 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek işletme Viking iken, en düşük işletme ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Kaplamin, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altındadır. Genel ödeme gücü en yüksek işletme yine Prizma iken, Viking işletmesinin genel ödeme gücü düşüktür. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Kaplamin, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin genel ödeme güçleri sektör ortalamasının üzerindedir. Özkaynak oranı en iyi işletme Prizma iken, özkaynak yeterliliği en az olan işletme Viking işletmesidir. Sektöre göre; Prizma, Kartonsan, Kaplamin, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerindedir. Kısa vadeli yabancı kaynak / özkaynak oranı açısından en yüksek oran Viking, en düşük oran ise Prizma işletmesine aittir. Sektörel açıdan Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının altındadır. Borçlanma katsayısına göre; Prizma en düşük orana sahipken, Viking en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altındadır. Genel değerlendirme yapıldığında; 2018 yılında Prizma, Kartonsan, Kaplamin, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin finansal yapılarının güçlü olduğu hatta Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin tüm oranlarının sektör ortalamasından iyi olduğu ve bu 4 işletmenin sektördeki finansal yapılarının en iyi işletmeler olduğu tahmin edilmektedir.

2019 yılı finansal yapı skorları Tablo 7'de görülmektedir.

Tablo 7: 2019 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Alkim	0,323833	3,088015	0,676167	0,428407	0,478924
Bak Ambalaj	0,580234	1,723443	0,419766	0,984497	1,382279
Duran Doğan	0,740191	1,351003	0,259809	1,230931	2,848975
Kaplamin	0,705229	1,41798	0,294771	2,12689	2,392462
Kartonsan	0,168987	5,9176	0,831013	0,165489	0,203351
Mondi	0,675298	1,480829	0,324702	1,970057	2,079743
Prizma	0,148528	6,732757	0,851472	0,150872	0,174436
Saray	0,887308	1,127005	0,112692	5,735359	7,873721
Viking	0,982969	1,017326	0,017031	41,77498	57,71707
Sektör Ortalamaları	0,651	1,536	0,349	1,171	1,479

Tablo 7'deki finansal yapı oranlarına göre; 2019 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek işletme Viking iken, en düşük işletme ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altındadır. Genel ödeme gücü en yüksek işletme yine Prizma iken, Viking işletmesinin genel ödeme gücü düşüktür. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin genel ödeme güçleri sektör ortalamasının üzerindedir. Özkaynak oranı en iyi işletme Prizma iken, özkaynak yeterliliği en az olan işletme Viking işletmesidir. Sektöre göre; Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerindedir. Kısa vadeli yabancı kaynak / özkaynak oranı açısından en yüksek oran Viking, en düşük oran ise Prizma işletmesine aittir. Sektörel açıdan Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının altındadır. Borçlanma katsayısına göre; Prizma en düşük orana sahipken, Viking en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Prizma,

Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altındadır. Genel değerlendirme yapıldığında; 2019 yılında Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin tüm oranlarının sektör ortalamasından iyi olduğu dolayısıyla bu yıl için 4 işletmenin sektördeki finansal yapıları en güçlü işletmeler olduğu tahmin edilmektedir.

2020 yılı finansal yapı skorları Tablo 8'de görülmektedir.

Tablo 8: 2020 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Alkim	0,283919	3,522134	0,716081	0,348449	0,39649
Bak Ambalaj	0,598277	1,671467	0,401723	1,048642	1,489276
Duran Doğan	0,795024	1,257824	0,204976	2,026237	3,87862
Kaplamin	0,736548	1,357685	0,263452	2,562212	2,795758
Kartonsan	0,178617	5,59856	0,821383	0,177234	0,217459
Mondi	0,695783	1,437231	0,304217	2,154707	2,287123
Prizma	0,241855	4,134703	0,758145	0,290488	0,319009
Saray	0,655445	1,52568	0,344555	1,519665	1,902297
Viking	1,075743	0,92959	-0,07574	-11,5407	-14,2026
Sektör Ortalamaları	0,632	1,582	0,368	1,154	1,373

Tablo 8'deki finansal yapı oranlarına göre; 2020 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek işletme Viking iken, en düşük işletme ise Kartonsan firmasıdır. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altındadır. Genel ödeme gücü en yüksek işletme Kartonsan iken, Viking işletmesinin genel ödeme gücü düşüktür. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin genel ödeme güçleri sektör ortalamasının üzerindedir. Özkaynak oranı en iyi işletme Kartonsan iken, özkaynak yeterliliği en az olan işletme Viking işletmesi olup hatta negatif düzeydedir. Sektöre göre; Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerindedir. Kısa vadeli yabancı kaynak / özkaynak oranı açısından en yüksek oran negatif düzeyde Viking, en düşük oran ise Kartonsan işletmesine aittir. Sektörel açıdan Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının altındadır. Borçlanma katsayısına göre; Kartonsan en düşük orana sahipken, Viking negatif düzeyde en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Kartonsan ve Alkim işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altındadır. Genel değerlendirme yapıldığında; 2020 yılında Prizma, Kartonsan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin finansal yapılarının güçlü olduğu hatta Prizma, Kartonsan, ve Alkim işletmelerinin tüm oranlarının sektör ortalamasından iyi olduğu dolayısıyla 3 işletmenin sektördeki finansal yapıları en güçlü işletmeler olduğu tahmin edilmektedir. Viking işletmesi ise zararda olduğu için oranları negatif değere inmiş ve şirketin finansal yapısı olumsuz sinyaller vermektedir.

2021 yılı finansal yapı skorları Tablo 9’da görülmektedir.

Tablo 9: 2021 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Alkim	0,39296	2,544787	0,60704	0,605178	0,647339
Bak Ambalaj	0,698076	1,432508	0,301924	1,932223	2,312094
Duran Doğan	0,86883	1,150974	0,13117	4,423241	6,623667
Europap	0,444666	2,248877	0,555334	0,480686	0,800719
Kaplamin	0,761259	1,313613	0,238741	3,095939	3,188646
Kartonsan	0,249855	4,002315	0,750145	0,298105	0,333076
Konya Kâğıt	0,196486	5,089426	0,803514	0,137225	0,244533
Mondi	0,683454	1,463157	0,316546	2,073393	2,159094
Prizma	0,295995	3,37843	0,704005	0,360819	0,420445
Saray	0,763546	1,309678	0,236454	3,080307	3,229156
Viking	0,960552	1,041068	0,039448	19,99962	24,34994
Sektör Ortalamaları	0,619	1,615	0,382	1,159	1,402

Tablo 9’deki finansal yapı oranlarına göre; 2021 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek işletme Viking iken, en düşük işletme ise Konya Kâğıt firmasıdır. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmelerinin finansal kaldıraç oranları sektör ortalamasının altındadır. Genel ödeme gücü en yüksek işletme Konya Kâğıt iken, Viking işletmesinin genel ödeme gücü düşüktür. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmelerinin genel ödeme güçleri sektör ortalamasının üzerindedir. Özkaynak oranı en iyi işletme Konya Kâğıt iken, özkaynak yeterliliği en az olan işletme Viking işletmesidir. Sektöre göre; Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerindedir. Kısa vadeli yabancı kaynak / özkaynak oranı açısından en yüksek oran Viking, en düşük oran ise Konya Kâğıt işletmesine aittir. Sektörel açıdan Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının altındadır. Borçlanma katsayısına göre; Konya Kâğıt en düşük orana sahipken, Viking en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altındadır. Genel değerlendirme yapıldığında; 2021 yılında Prizma, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim işletmelerinin finansal yapılarının güçlü ve tüm oranlarının sektör ortalamasından iyi olduğu görülmektedir.

2022 yılı finansal yapı skorları Tablo 10'da görülmektedir.

Tablo 10: 2022 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Alkim	0,251959	3,968897	0,748041	0,299375	0,336825
Bak Ambalaj	0,671802	1,488534	0,328198	1,258695	2,04694
Barem Ambalaj	0,39067	2,559702	0,60933	0,554277	0,641148
Duran Doğan	0,562562	1,777581	0,437438	1,120508	1,286039
Europap	0,333661	2,997053	0,666339	0,327738	0,500738
Kaplamin	0,547955	1,824967	0,452045	1,128194	1,21217
Kartonsan	0,217469	4,598348	0,782531	0,239684	0,277905
Konya Kâğıt	0,113199	8,834009	0,886801	0,047579	0,127649
Mondi	0,591182	1,691526	0,408818	1,32854	1,446078
Prizma	0,354083	2,824194	0,645917	0,450024	0,548187
Saray	0,74423	1,343671	0,25577	2,853091	2,909758
Viking	0,842576	1,186837	0,157424	4,571055	5,352262

Tablo 10'daki finansal yapı oranlarına göre; 2022 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek işletme Viking iken, en düşük işletme ise Konya Kâğıt firmasıdır. Genel ödeme gücü en yüksek işletme Konya Kâğıt iken, Viking işletmesinin genel ödeme gücü düşüktür. Özkaynak oranı en iyi işletme Konya Kâğıt iken, özkaynak yeterliliği en az olan işletme Viking işletmesidir. Kısa vadeli yabancı kaynak / özkaynak oranı açısından en yüksek oran Viking, en düşük oran ise Konya Kâğıt işletmesine aittir. Borçlanma katsayısına göre; Konya Kâğıt en düşük orana sahipken, Viking en yüksek orana sahiptir. 2022 yılı sektör ortalamaları TCMB tarafından henüz yayınlanmadığı için firmaların sektördeki durumu karşılaştırılamamıştır. Fakat kendi içerisinde genel bir değerlendirme yapıldığında; 2022 yılı için finansal yapısı en güçlü firma Konya Kâğıt işletmesi olarak saptanmıştır.

3.3. Faaliyet Oranları

Devir hızı oranları olarak da bilinen faaliyet oranları; işletmelerin varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığını ölçmektedir. Bu çalışmada faaliyet oranları olarak; alacak devir hızı (ADH), alacakların tahsilat süresi (ATS), stok devir hızı (SDH), stok devir süresi (SDS), duran varlık devir hızı (DVDH) ve aktif devir hızı (AKDH) oranları hesaplanmıştır. 2018 yılı faaliyet oranları Tablo 11'de görülmektedir.

Tablo 11: 2018 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Alkim	11,76886	31,01406	6,706018	54,42873	11,29309	1,602602
Bak Ambalaj	3,933654	92,78904	5,613106	65,02639	2,241581	0,957116
Duran Doğan	4,811832	75,85468	6,975591	52,32531	1,690778	0,88508
Kaplamin	3,348402	109,0072	10,76334	33,91141	3,436054	1,314729
Kartonsan	10,486	34,80831	7,213508	50,59951	2,918573	1,305789
Mondi	3,16682	115,2576	8,952146	40,77235	3,720081	1,26569
Prizma	0,724791	503,5936	1,535219	237,7511	0,373241	0,210935
Saray	18,39384	19,8436	1,814481	201,1595	3,241846	1,00607
Viking	6,480567	56,32223	7,423323	49,16936	1,238434	0,861724
Sektör Ortalamaları	4	91,25	6,6	55,303	6,4	1

Tablo 11'e göre; 2018 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Alkim iken, alacak devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Alacak devir hızına bağlı olarak kullanılan alacak tahsilat süresi en düşük firma Saray işletmesi, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. ADH ve ATS sektör ortalamalarına göre; Viking, Saray, Kartonsan, Duran Doğan ve Alkim işletmeleri alacaklarını en etkin kullanan firmalardır. Stoklarını en etkin kullanan firma Kaplamin iken, stok devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Stok devir süresi en düşük firma Kaplamin, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. Sektörel açıdan; Viking, Mondi, Kartonsan, Kaplamin, Duran Doğan ve Alkim işletmeleri sektör ortalamalarına göre stoklarını etkin olarak kullanan firmalar olarak tespit edilmiştir. Duran varlık devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Sektör ortalamasının üstünde olan tek firma ise Alkim işletmesidir. Aktif devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına kıyasla; Saray, Mondi, Kartonsan, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının üzerinde aktif devir hızına sahip firmalar olarak saptanmıştır. 2018 yılı genel değerlendirmesi yapıldığında; Viking, Saray, Kartonsan, Duran Doğan, Alkim, Kaplamin ve Mondi firmaları faaliyet oranları iyi firmalardır. Fakat tüm oranlar için Alkim işletmesinin varlıklarını en etkin kullanan, Prizma işletmesinin ise etkinliği en düşük firma olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle; Prizma işletmesinin ödeme tahsilatlarında sorun yaşadığı, Alkim işletmesinin ise aksine tüm varlıklarını zamanında tahsil ettiği görülmüştür.

2019 yılı faaliyet oranları Tablo 12'de görülmektedir.

Tablo 12: 2019 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Alkim	8,499825	42,94206	7,631719	47,82671	13,64268	1,617305
Bak Ambalaj	4,084557	89,36097	5,12995	71,15079	2,292642	1,038509
Duran Doğan	4,617115	79,05369	5,628621	64,84714	1,831478	0,915722
Kaplamin	2,686766	135,851	8,736764	41,77748	2,85332	1,165404
Kartonsan	11,5767	31,52884	6,233027	58,55903	3,003438	1,342913
Mondi	2,734098	133,4992	8,384509	43,53266	3,314616	1,352976
Prizma	0,857504	425,6539	1,248574	292,3335	0,40125	0,212843
Saray	7,126443	51,21769	2,543565	143,4994	3,73962	1,35091
Viking	5,954308	61,30016	6,415511	56,89336	1,107642	0,788023
Sektör Ortalamaları	4,5	81,11	6,9	52,89	6,9	1,1

Tablo 12'ye göre; 2019 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Kartonsan iken, alacak devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Alacak devir hızına bağlı olarak kullanılan alacak tahsilat süresi en düşük firma Kartonsan işletmesi, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. ADH ve ATS sektör ortalamalarına göre; Viking, Saray, Kartonsan, Duran Doğan ve Alkim işletmeleri alacaklarını en etkin kullanan firmalardır. Stoklarını en etkin kullanan firma Kaplamin iken, stok devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Stok devir süresi en düşük firma Kaplamin, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. Sektörel açıdan; Mondi, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamalarına göre stoklarını etkin olarak kullanan firmalar olarak tespit edilmiştir. Duran varlık devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Sektör ortalamasının üstünde olan tek firma ise Alkim işletmesidir. Aktif devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına kıyasla; Saray, Mondi, Kartonsan, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının üzerinde aktif devir hızına sahip firmalar olarak saptanmıştır. 2019 yılı genel değerlendirmesi yapıldığında; Viking, Saray, Kartonsan, Duran Doğan, Alkim, Kaplamin ve Mondi firmaları faaliyet oranları iyi firmalardır. Fakat tüm oranlar için Alkim işletmesinin varlıklarını en etkin kullanan, Prizma işletmesinin ise etkinliği en düşük firma olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle; Prizma işletmesinin ödemelerini tahsil etme konusunda sıkıntı yaşadığı, Alkim işletmesinin ise aksine ödemelerini zamanında tahsil ettiği tahmin edilmektedir.

2020 yılı faaliyet oranları Tablo 13'de görülmektedir.

Tablo 13: 2020 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Alkim	5,803824	62,88957	8,329101	43,82226	14,58298	1,364401
Bak Ambalaj	4,935783	73,94976	6,259856	58,30805	2,792514	2,902775
Duran Doğan	4,80551	75,95447	5,301421	68,84946	1,609881	0,792496
Kaplamin	2,95373	123,5726	8,79466	41,50246	3,103638	1,133362
Kartonsan	11,60548	31,45066	6,86218	53,1901	3,240941	1,286737
Mondi	3,060585	119,2582	10,00605	36,47793	3,352259	1,217357
Prizma	1,380619	264,3741	1,465635	249,0388	0,453149	0,261587
Saray	4,277932	85,3216	3,710604	98,36674	2,62983	1,064353
Viking	5,528613	66,02018	7,681109	47,51918	1,199268	0,80192
Sektör Ortalamaları	4,5	81,11	7	52,142	7,4	1,1

Tablo 13'e göre; 2020 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Kartonsan iken, alacak devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Alacak devir hızına bağlı olarak kullanılan alacak tahsilat süresi en düşük firma Kartonsan işletmesi, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. ADH ve ATS sektör ortalamalarına göre; Viking, Kartonsan, Duran Doğan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmeleri alacaklarını en etkin kullanan firmalardır. Stoklarını en etkin kullanan firma Mondi iken, stok devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Stok devir süresi en düşük firma Mondi, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. Sektörel açıdan; Viking, Mondi, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamalarına göre stoklarını etkin olarak kullanan firmalar olarak tespit edilmiştir. Duran varlık devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Sektör ortalamasının üstünde olan tek firma ise Alkim işletmesidir. Aktif devir hızı en yüksek firma Bak Ambalaj, en düşük ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına kıyasla; Mondi, Kartonsan, Kaplamin, Bak Ambalaj ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının

üzerinde aktif devir hızına sahip firmalar olarak saptanmıştır. 2020 yılı genel değerlendirmesi yapıldığında; Viking, Kartonsan, Duran Doğan, Bak Ambalaj, Alkim, Kaplamin ve Mondi firmaları faaliyet oranları iyi firmalardır. Fakat tüm oranlar için Alkim işletmesinin varlıklarını en etkin kullanan, Prizma işletmesinin ise etkinliği en düşük firma olduğu tespit edilmiştir. Başka bir deyişle; Prizma işletmesinin ödemelerini tahsil etme konusunda sıkıntı yaşadığı; fakat Alkim işletmesinin ödemelerini zamanında tahsil ettiği tahmin edilmektedir.

2021 yılı faaliyet oranları Tablo 14'de görülmektedir.

Tablo 14: 2021 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Alkim	5,713462	63,88421	8,382194	43,54469	27,14108	1,231125
Bak Ambalaj	3,550709	102,7964	5,885071	62,02134	2,762158	0,815061
Duran Doğan	4,804169	75,97568	5,242033	69,62948	2,535191	0,965185
Europap	4,683959	77,92554	5,692336	64,1213	3,115554	0,702068
Kaplamin	3,364929	108,4718	9,002917	40,54241	5,839123	1,273297
Kartonsan	11,91806	30,62578	10,57682	34,50942	4,352715	1,341815
Konya Kâğıt	7,517084	48,55606	7,884573	46,29293	0,824532	0,545053
Mondi	3,361589	108,5796	9,262046	39,40814	5,492195	1,268508
Prizma	2,952997	123,6032	1,941587	187,9905	0,862015	0,469179
Saray	2,948537	123,7902	1,866205	195,5841	1,774765	0,564715
Viking	5,784433	63,10039	7,692293	47,45009	0,780975	0,587974
Sektör Ortalamaları	4	91,25	6,8	53,67	7,1	1

Tablo 14'e göre; 2021 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Kartonsan iken, alacak devir hızı en düşük firma ise Saray işletmesidir. Alacak devir hızına bağlı olarak kullanılan alacak tahsilat süresi en düşük firma Kartonsan işletmesi, en yüksek firma ise Saray işletmesidir. ADH ve ATS sektör ortalamalarına göre; Viking, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap, Duran Doğan ve Alkim işletmeleri alacaklarını en etkin kullanan firmalardır. Stoklarını en etkin kullanan firma Kartonsan iken, stok devir hızı en düşük firma ise Saray işletmesidir. Stok devir süresi en düşük firma Kartonsan, en yüksek firma ise Saray işletmesidir. Sektörel açıdan; Viking, Mondi, Konya Kâğıt, Kartonsan, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamalarına göre stoklarını etkin olarak kullanan firmalar olarak tespit edilmiştir. Duran varlık devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük firma ise Viking işletmesidir. Sektör ortalamasının üstünde olan tek firma ise Alkim işletmesidir. Aktif devir hızı en yüksek firma Kartonsan, en düşük ise Prizma firmasıdır. Sektör ortalamalarına kıyasla; Mondi, Kartonsan, Kaplamin ve Alkim işletmeleri sektör ortalamasının üzerinde aktif devir hızına sahip firmalar olarak öne çıkmaktadır. 2021 yılı genel değerlendirmesi yapıldığında; Viking, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap, Duran Doğan, Alkim, Kaplamin ve Mondi firmaları faaliyet oranları olumlu firmalardır. Alkim işletmesi varlıklarını en etkin kullanan, Saray işletmesi ise etkinliği en düşük firma olarak saptanmıştır. 2021 yılında Alkim firması ödeme tahsilatında sorun yaşamayan firmaların en iyisi iken, Saray, Prizma ve Viking firmaları ödemelerini zamanında tahsil edemeyen firmalardır.

2022 yılı faaliyet oranları Tablo 15'de görülmektedir.

Tablo 15: 2022 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Alkim	7,44977	48,9948	9,542184	38,2512	12,55506	1,898311
Bak Ambalaj	3,942052	92,59137	6,924133	52,71418	2,778813	1,009391
Barem Ambalaj	4,153777	87,87182	8,475366	43,06598	5,177966	1,07482
Duran Doğan	6,641329	54,95888	5,252437	69,49155	2,76993	1,140049
Europap	5,747217	63,509	8,650221	42,19545	3,552641	1,171241
Kaplamin	4,098108	89,06548	9,306595	39,2195	2,654135	1,156537
Kartonsan	17,75943	20,55247	9,102038	40,10091	6,364139	1,869355
Konya Kâğıt	15,59723	23,40159	6,723064	54,29072	0,932765	0,638079
Mondi	3,789603	96,31615	8,547035	42,70487	6,104512	1,661422
Prizma	4,164965	87,63579	1,669603	218,6148	0,491909	0,310924
Saray	10,84911	33,64332	6,490113	56,23939	5,65798	2,040342
Viking	7,443357	49,03701	11,22738	32,5098	0,951246	0,673361

Tablo 15'e göre; 2022 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Kartonsan iken, alacak devir hızı en düşük firma ise Mondi işletmesidir. Alacak devir hızına bağlı olarak kullanılan alacak tahsilat süresi en düşük firma Kartonsan işletmesi, en yüksek firma ise Mondi işletmesidir. Stoklarını en etkin kullanan firma Viking iken, stok devir hızı en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Stok devir süresi en düşük firma Viking, en yüksek firma ise Prizma işletmesidir. Duran varlık devir hızı en yüksek firma Alkim, en düşük firma ise Prizma işletmesidir. Aktif devir hızı en yüksek firma Saray, en düşük ise Prizma firmasıdır. 2022 yılı genel değerlendirmesine göre sektör ortalamaları olmadığı için firma bazlı kıyaslama sonucunda Kartonsan, Viking, Alkim ve Saray işletmeleri faaliyet oranları konusunda zirvede yer alırken; Mondi ve Prizma işletmeleri ödeme tahsilatında en çok sorun yaşayan firmalar olarak tespit edilmiştir.

3.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları yapılan yatırımlar ve alınan finansal kararlar sonucunda ortaya çıkan performansı ölçmektedir. Başka bir deyişle; yatırım ve finansman kararlarının etkinliğini göstermektedir. Bu çalışmada kullanılan kârlılık oranları; brüt kâr marjı (BKM), net kâr marjı (NKM), özsermaye kârlılığı (ÖK), iktisadî kârlılık (İK) ve aktif kârlılığıdır (AK). 2018 yılı kârlılık oranları Tablo 16'da görülmektedir.

Tablo 16: 2018 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Alkim	0,18792	0,134122	0,313411	0,276604	0,214945
Bak Ambalaj	0,244459	0,079178	0,192265	0,096493	0,075783
Duran Doğan	0,339922	0,069873	0,230685	0,080223	0,061843
Kaplamin	0,183988	0,03069	0,124337	0,051424	0,04035
Kartonsan	0,25194	0,178155	0,27838	0,273017	0,232633
Mondi	0,23257	0,067503	0,285239	0,09873	0,085438
Prizma	0,189629	0,039048	0,009217	0,011529	0,008237
Saray	0,134794	0,004515	0,02072	0,002444	0,004542
Viking	0,231014	-0,08401	-0,69895	-0,07101	-0,07239
Sektör Ortalamaları	0,229	0,046	-	0,206	0,051

2018 yılı kârlılık oranlarına göre; Duran Doğan işletmesi brüt kâr marjı en yüksek, Saray işletmesi brüt kâr marjı en düşük firmadır. Viking, Mondi, Kartonsan, Duran Doğan ve Bak Ambalaj işletmelerinin BKM sektör ortalamasının üstünde oldukları ortaya konmuştur. NKM incelendiğinde; Kartonsan en iyi, Viking işletmesi ise zarar verdiği için NKM'si en düşük işletmedir. Sektörel olarak ise; Mondi, Kartonsan, Duran Doğan, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin sektör ortalamasının üzerinde oldukları görülmüştür. ÖSK açısından sektörel ortalama mevcut olmadığı için kendi içerisinde en iyi işletme Alkim, en zayıf işletme zarar açıklayan Viking işletmesi olarak ortaya çıkarılmıştır. İktisadî karlılığa göre; Alkim en iyi İK oranı olan, zararda olan Viking işletmesi ise yine en zayıf işletme olarak belirlenmiştir. Sektör ortalamaları açısından; Alkim ve Kartonsan işletmelerinin sektör ortalamasının üzerinde oldukları tespit edilmiştir. AK oranına bakıldığında; Kartonsan en iyi AK, zarardaki Viking ise en kötü AK oranına sahip işletmelerdir. Mondi, Kartonsan, Duran Doğan, Bak Ambalaj ve Alkim firmalarının AK sektör ortalamalarının üzerinde oldukları saptanmıştır. 2018 yılı değerlendirildiğinde; Viking, Mondi, Kartonsan, Duran Doğan, Bak Ambalaj ve Alkim firmalarının kârlılık düzeylerinin iyi durumda olduğu hatta Kartonsan işletmesinin tüm kârlılık oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmüştür. Fakat zarar açıklayan Viking işletmesinin kârlılık durumunun olumsuz olduğu tespit edilmiştir.

2019 yılı kârlılık oranları Tablo 17'de görülmektedir.

Tablo 17: 2019 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Alkim	0,178109	0,11452	0,273918	0,237454	0,185215
Bak Ambalaj	0,154641	0,026635	0,065897	0,035073	0,027661
Duran Doğan	0,279293	0,040714	0,143499	0,048386	0,037282
Kaplamin	0,179238	-0,01757	-0,06945	-0,02488	-0,02047
Kartonsan	0,168186	0,110348	0,178322	0,156295	0,148188
Mondi	0,147993	-0,01566	-0,06525	-0,01769	-0,02119
Prizma	0,287126	0,094925	0,023729	0,025963	0,020204
Saray	0,057968	-0,11728	-1,40596	-0,15683	-0,15844
Viking	0,186623	-0,14962	-6,92317	-0,1187	-0,11791
Sektör Ortalamaları	0,217	0,053	-	0,176	0,045

2019 yılı kârlılık oranlarına göre; Prizma işletmesi brüt kâr marjı en yüksek, Saray işletmesi brüt kâr marjı en düşük firmadır. Duran Doğan ve Prizma işletmelerinin BKM sektör ortalamasının üstünde oldukları ortaya konmuştur. NKM incelendiğinde; Alkim en iyi, Viking işletmesi ise zarar verdiği için NKM'si en düşük işletmedir. Sektörel olarak ise; Kartonsan, Prizma ve Alkim işletmelerinin sektör ortalamasının üzerinde oldukları görülmüştür. ÖSK açısından sektörel ortalama mevcut olmadığı için kendi içerisinde en iyi işletme Alkim, en zayıf işletme zarar açıklayan Saray işletmesi olarak ortaya çıkarılmıştır. İktisadî karlılığa göre; Alkim en iyi İK oranı olan, zararda olan Viking işletmesi ise yine en zayıf işletme olarak belirlenmiştir. Sektör ortalamaları açısından; sadece Alkim firmasının sektör ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. AK oranına bakıldığında; Alkim en iyi AK, zarardaki Saray ise en kötü AK

oranına sahip işletmelerdir. Kartonsan ve Alkim firmalarının AK sektör ortalamalarının üzerinde oldukları saptanmıştır. 2019 yılı değerlendirildiğinde; Kartonsan ve Alkim firmalarının kârlılık düzeylerinin iyi olduğu hatta Alkim işletmesinin tüm kârlılık oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmüştür. Fakat zarar açıklayan Viking, Saray, Mondi, Kaplamin işletmelerinin kârlılık durumunun olumsuz olduğu tespit edilmiştir.

2020 yılı kârlılık oranları Tablo 18'de görülmektedir.

Tablo 18: 2020 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Alkim	0,250619	0,210038	0,4002	0,365041	0,286576
Bak Ambalaj	0,18377	0,051377	0,13697	0,070386	0,055024
Duran Doğan	0,266824	-0,03715	-0,14362	-0,03498	-0,02944
Kaplamin	0,210904	0,033407	0,143716	0,046601	0,037862
Kartonsan	0,223051	0,152702	0,239216	0,247505	0,196488
Mondi	0,175242	0,052907	0,211713	0,063266	0,064407
Prizma	0,123382	0,501771	0,173129	0,143602	0,131257
Saray	0,187642	0,04865	0,150284	0,055175	0,051781
Viking	0,22319	-0,10589	1,121097	-0,08344	-0,08491
Sektör Ortalamaları	0,24	0,078	-	0,21	0,071

2020 yılı kârlılık oranlarına göre; Duran Doğan işletmesi brüt kâr marjı en yüksek, Prizma işletmesi brüt kâr marjı en düşük firmadır. Duran Doğan ve Alkim işletmelerinin BKM sektör ortalamasının üstünde oldukları ortaya konmuştur. NKM incelendiğinde; Alkim en iyi, Viking işletmesi ise zarar verdiği için NKM'si en düşük işletmedir. Sektörel olarak ise; Kartonsan, Prizma ve Alkim işletmelerinin sektör ortalamasının üzerinde oldukları görülmüştür. ÖSK açısından sektörel ortalama mevcut olmadığı için kendi içerisinde en iyi işletme Viking, en zayıf ise zarar açıklayan Duran Doğan işletmesi olarak ortaya çıkarılmıştır. İktisadî karlılığa göre; Alkim en iyi İK oranı olan, zararda olan Viking işletmesi ise yine en zayıf işletme olarak belirlenmiştir. Sektör ortalamaları açısından; Alkim ve Kartonsan firmalarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. AK oranına bakıldığında; Alkim en iyi AK, zarardaki Viking ise en kötü AK oranına sahip işletmelerdir. Prizma, Kartonsan ve Alkim firmalarının AK sektör ortalamalarının üzerinde oldukları saptanmıştır. 2020 yılı değerlendirildiğinde; Prizma, Duran Doğan, Kartonsan ve Alkim firmalarının kârlılık düzeylerinin iyi olduğu hatta Alkim işletmesinin tüm kârlılık oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmüştür.

2021 yılı kârlılık oranları Tablo 19'da görülmektedir.

Tablo 19: 2021 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Alkim	0,222156	0,262978	0,533341	0,420447	0,323759
Bak Ambalaj	0,150723	0,085035	0,229556	0,069689	0,069309
Duran Doğan	0,356303	0,002505	0,018432	0,015066	0,002418
Europap	0,285682	0,290441	0,367183	0,213115	0,203909
Kaplamin	0,202152	0,073111	0,389931	0,117608	0,093092
Kartonsan	0,265793	0,23858	0,426759	0,397701	0,320131
Konya Kâğıt	0,300571	0,497099	0,337201	0,314615	0,270946
Mondi	0,248395	0,131381	0,526488	0,182563	0,166658
Prizma	0,182542	0,018425	0,012279	0,011623	0,008645
Saray	0,18872	-0,05024	-0,11998	-0,05148	-0,02837
Viking	0,132904	-0,34771	-5,18269	-0,21078	-0,20445
Sektör Ortalamaları	0,26	0,038	-	0,167	0,057

2021 yılı kârlılık oranlarına göre; Duran Doğan işletmesi brüt kâr marjı en yüksek, Viking işletmesi brüt kâr marjı en düşük firmadır. Duran Doğan, Europap, Kartonsan ve Konya Kâğıt işletmelerinin BKM sektör ortalamasının üstünde oldukları ortaya konmuştur. NKM incelendiğinde; Konya Kâğıt en iyi, Viking işletmesi ise zarar verdiği için NKM'si en düşük işletmedir. Sektörel olarak ise; Mondi, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap, Bak Ambalaj ve Alkim işletmelerinin sektör ortalamasının üzerinde oldukları görülmüştür. ÖSK açısından sektörel ortalama mevcut olmadığı için kendi içerisinde en iyi işletme Alkim, en zayıf ise zarar açıklayan Viking işletmesi olarak ortaya çıkarılmıştır. İktisadî karlılığa göre; Alkim en iyi İK oranı olan, zararda olan Viking işletmesi ise yine en zayıf işletme olarak belirlenmiştir. Sektör ortalamaları açısından; Mondi, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap ve Alkim firmalarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu tespit edilmiştir. AK oranına bakıldığında; Alkim en iyi AK, zarardaki Viking ise en kötü AK oranına sahip işletmelerdir. Mondi, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap, Bak Ambalaj ve Alkim firmalarının AK sektör ortalamalarının üzerinde oldukları saptanmıştır. 2021 yılı değerlendirildiğinde; Duran Doğan, Mondi, Konya Kâğıt, Kartonsan, Europap, Bak Ambalaj ve Alkim firmalarının kârlılık düzeylerinin iyi olduğu hatta Konya Kâğıt ve Kartonsan işletmesinin tüm kârlılık oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmüştür. Zarar açıklayan Viking ve Saray işletmelerinin kârlılık düzeylerinin olumsuz olduğu ortaya konmuştur.

2022 yılı kârlılık oranları Tablo 20'de görülmektedir.

Tablo 20: 2022 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Alkim	0,18792	0,134122	0,313411	0,276604	0,214945
Bak Ambalaj	0,155457	0,08317	0,255792	0,054042	0,083951
Barem Ambalaj	0,285303	0,176109	0,310645	0,222973	0,189285
Duran Doğan	0,454503	0,216905	0,565297	0,203077	0,247282
Europap	0,331746	0,303938	0,53424	0,301718	0,355985
Kaplamin	0,195921	0,076523	0,195781	0,105122	0,088502
Kartonsan	0,235129	0,209555	0,500598	0,456725	0,391733
Konya Kâğıt	0,364033	0,517358	0,372254	0,38876	0,330115
Mondi	0,215787	0,106627	0,433328	0,143118	0,177152
Prizma	0,081248	0,326794	0,157309	0,110249	0,101608
Saray	0,100162	0,039255	0,31315	0,065678	0,080094
Viking	0,155071	-0,1749	-0,74813	-0,11553	-0,11777

2022 yılında sektör ortalamaları mevcut olmadığı için kârlılık oranları firmalara göre kıyaslanmıştır. Duran Doğan işletmesi brüt kâr marjı en yüksek, Viking işletmesi brüt kâr marjı en düşük firmadır. NKM incelendiğinde; Konya Kâğıt en iyi, Viking işletmesi ise zarar verdiği için NKM'si en düşük işletmedir. ÖSK açısından en iyi işletme Duran Doğan, en zayıf ise zarar açıklayan Viking işletmesi olarak ortaya çıkarılmıştır. İktisadî karlılığa göre; Kartonsan en iyi İK oranı olan, zararda olan Viking işletmesi ise yine en zayıf işletme olarak belirlenmiştir. AK oranına bakıldığında; Kartonsan en iyi AK, zarardaki Viking ise en kötü AK oranına sahip işletmelerdir. 2022 yılı değerlendirildiğinde; Duran Doğan, Konya Kâğıt ve Kartonsan firmalarının kârlılık düzeylerinin diğer firmalara göre daha iyi olduğu görülmüştür. Zarar açıklayan Viking işletmesinin kârlılık düzeyinin olumsuz olduğu saptanmıştır.

4. Sonuç ve Öneriler

Mali analiz; işletmelerin gelecekte alacağı yatırım ve finansman kararlarında oldukça etkili olan, işletmelerin finansal risk durumunu tahmin eden ve bu sonuçlara yönelik önlemler alınmasına destek olan konuların başında gelmektedir. Ayrıca mali analizi düzenli gerçekleştirip, mali analize dayalı finansal kararlar alan işletmeler iflas veya finansal başarısızlık riskinden de korunabilmektedir. Çünkü mali analiz sayesinde işletmeler likidite, borçlanma, faaliyet veya kârlılık gibi durumlarını görebilmektedirler. Dolayısıyla firmaların mali analizlerini düzenli yapmaları ve yöneticilerin alacağı finansal kararlarda analiz sonuçlarını dikkate almalarıyla beraber işletmenin başarısının artacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada kâğıt ve kâğıt ürünleri basım sektöründeki 12 işletmenin 2018-2022 yılları 5 yıllık zaman dilimindeki finansal analizi oran analizi yöntemiyle yapılmıştır. Ayrıca sektördeki ortalamalar yardımıyla şirketlerin durumu değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirmeler hem KAP hem de TCMB kaynaklı yayınlanan şeffaf veriler doğrultusunda gerçekleştirilmiştir. Dolayısıyla çalışmanın sonuçları kullanılan örnekleme sınırlıdır.

Oran analizi yöntemine dayalı olarak likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık rasyoları hesaplanmıştır. Likidite sonuçlarına göre; Alkim, Kartonsan, Europap ve Konya Kâğıt firmalarının likidite durumlarının sektör ortalamasına göre de iyi durumda olduğu ve kısa vadede nakit ihtiyacı sıkıntısı yaşamayacakları öngörülmektedir. Ayrıca bu işletmelerin kısa vadeli borç ödeme gücünün yüksek olduğu ve varsa mevcut kısa vadeli borçlarını ödeme sıkıntısı yaşamayacakları tahmin edilmektedir. Finansal yapı sonuçları ise; Prizma, Kartonsan, Alkim, Europap, Konya Kâğıt ve Bak Ambalaj firmalarının finansal yapılarının sektör ortalamasına göre daha güçlü olduğunu göstermektedir. Bu işletmeler borçlanma yoluna giderse veya herhangi bir sorun yaşayarak zarar etmeye başlarsa ortaya çıkacak kısa ve uzun vadeli borçlarını ödeyebilme gücüne sahiptir. Hatta nakit akışında sorun yaşayıp varlıkları değer kaybetse bile sahip oldukları güçlü finansal yapılarıyla bu işletmelerin finansal başarısızlık yaşamayacakları tahmin edilmektedir. Faaliyet oranları incelendiğinde; Alkim işletmesinin tüm faaliyet oranlarının sektör ortalamasından iyi olduğu; fakat Prizma işletmesinin ise tüm oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Faaliyet oranları işletmelerin sahip oldukları varlıkları ne kadar etkin kullandığını göstermektedir. Dolayısıyla Alkim işletmesi varlıklarını en etkin kullanan firma olup hatta elde edilen geliri tahsil etme konusunda da zirvede yer almaktadır. Aksine Prizma işletmesi ise ödeme tahsilatında sektöre göre en zayıf işletme olup tahsilat sıkıntısı yaşadığı tahmin edilmektedir. Halbuki Prizma işletmesi finansal yapısı güçlü iken, faaliyet durumu zayıf bir işletmedir. Diğer bir ifadeyle; Prizma işletmesinin borçlarını zamanında ödeyebilen fakat ödemelerini zamanında geri alamayan bir işletme olduğu tahmin edilmektedir. Faaliyet oranlarının tek başına değerlendirilmesi yeterli olmamaktadır. Sonuçların anlam kazanması için kârlılık oranlarını da incelemek gereklidir. Kârlılık skorlarına göre; Kartonsan, Konya Kâğıt ve Alkim işletmelerinin kârlılık oranları sektör ortalamasının üzerinde iken, zarar açıklayan Viking işletmesi ise hemen hemen tüm yıllarda negatif bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla Kartonsan, Konya Kâğıt ve Alkim işletmelerinin doğru yatırım ve finansman kararı verdiği hatta bu işletmelerin yönetimlerinin performans değerlendirmede etkin rol oynayarak sağlıklı kararlar aldığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu firmaların piyasa değerini maksimize etme ve yatırımcıların alım-satım kararı vermeleri konusunda kârlılık oranları belirleyici olmaktadır.

Mali analizi yapılan kâğıt ve kâğıt ürünleri basım sektörünün Türkiye'deki durumunu görmek amacıyla yapılan SWOT analizlerine göre sektörün güçlü ve zayıf yönleri ile sektördeki fırsat ve tehditler belirlenmiştir. Sektörün güçlü yönleri; hammadde ve girdi tedarikindeki gelişim, üretimde kullanılan teknolojik altyapının gelişerek üretim kapasitesinin artması, teknolojik gelişimin ürünün kalitesini arttırması ve pazarlama ve satış ağının hem iç hem de dış pazarda giderek gelişmesi olarak sayılabilir. Sektörün zayıf yönleri ise; hammadde ve girdi tedarikinde dışa bağımlı olma, üretimde kullanılan teknolojiye dışa bağımlılık, teknolojiye dışa bağımlılığın Ar-Ge faaliyetlerini sınırlandırması, yatırım maliyetlerindeki artışa bağlı olarak yaşanan finansman sorunları, nitelikli işgücü eksikliği ve iç piyasada denetim yetersizliği olarak görülebilir. Sektöre yönelik fırsatlar; Türkiye'nin önemli bir üretim yeri olması, teknolojik faaliyetlerde Avrupa Birliği'ne uyumun yararları, pazarlama ve satış konusunda ihracat artışı, genç ve dinamik nüfusla birlikte esnek hareket edebilme yeteneği ve uluslararası ağın güçlenmesi olarak ifade edilebilir. Sektöre yönelik; hammadde ve girdi tedarikinde mevzuat sorunu nedeniyle yaşanan kullanımda kısıtlama dolayısıyla yurtiçi fiyatların artması, üretim girdisi olan selülozda ve kullanılan enerjide dışa bağımlılık, teknolojiye sınırlı Ar-Ge kullanımı, düşük kârlılığın getirdiği mali yapı sorunları, nitelikli işgücü sorunu ve yetersiz denetim sonucu kalitesi düşük ürünlerin ihraç edilmesi gibi tehditlerle karşı karşıya kalınabileceği düşünülmektedir (İstanbul Sanayi Odası, 2015: 36-37).

KAYNAKLAR

- Akyüz, F., Yeşil, T., Kara, İ. & Ersoy, G. (2018). BİST’de İşlem Gören Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım ve Yayın İşletmelerinin Topsis, Promethee ve Copras Yöntemleriyle Finansal Performanslarının Belirlenmesi. *Business and Management Studies: An International Journal*, 6(3), 293-314.
- Akyüz, K. C. & Yıldırım, İ. (2019). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi; Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama. *Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi*, 7(3), 1778-1792.
- Akyüz, K. C. & Yıldırım, İ. (2021). Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayinde Tobin Q Oranı İle Performans Ölçümü. *Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi*, 9(3), 298-305.
- Akyüz, K. C. (2019). Açıklanmış Karşılaştırmalı Üstünlükler İndeksi Kullanılarak Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektörünün Rekabet Gücünün Belirlenmesi. *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 21(1), 164-171.
- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ. & Akyüz, İ. (2020). Birleşik Oran Analizi (Dupont) Yöntemi İle Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Performans Ölçümü. *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 22(1), 164-169.
- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ. & Balaban, Y. (2015). Kâğıt Sektöründe Yer Alan Firmaların Veri Zarflama Analizi Yardımıyla Etkinliklerinin Ölçümü. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 7(14), 23-38.
- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ. & Tugay, T. (2017). Borsa İstanbul’da Faaliyet Gösteren Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sektöründe Yer Alan Firmaların Finansal Performanslarının İncelenmesi. *İleri Teknoloji Bilimleri Dergisi*, 6(3), 102-114.
- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ., Ersen, N., Aydın, A. & Üçüncü, K. (2019). Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Kârlılık İlişkisi. *Düzce Üniversitesi Bilim ve Teknoloji Dergisi*, 7(3), 1394-1402.
- Demirtaş, M. C. & Orçun, Ç. (2022). Hirose Yöntemiyle Marka Değeri Analizi: Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektöründe Bir Uygulama. *Akademik İzdüşüm Dergisi*, 7(2), 101-116.
- Doğu Marmara Kalkınma Ajansı, (2020). Doğu Marmara Kâğıt Sektör Raporu. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı.
- İstanbul Sanayi Odası, (2015). Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri Basım Sanayi. Küresel Rekabette İstanbul Sanayi Odası Meslek Komiteleri Sektör Stratejileri Projesi.
- KAP, (2023). Kamuyu Aydınlatma Platformu, Erişim Adresi: <https://www.kap.org.tr/tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2023
- Karadeniz, E., İskenderoğlu, Ö. & Öcek, C. (2021). Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri İmalat Sektörünün Finansal Performansının Ölçek Temelinde Analizi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançolarında Bir Araştırma. *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 23(1), 160-171.
- Sanayi Genel Müdürlüğü, (2021). Kâğıt Sektörü Raporu. Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı.
- TCMB, (2023). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Reel Sektör İstatistikleri, Erişim Adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+Bilancolari/Sektor+Bilanco+Verileri/> Erişim Tarihi: 30.08.2023
- Trademap, (2021). Trade Statistics for International Business Development. Erişim Adresi: <https://www.trademap.org/Index.aspx> Erişim Tarihi: 21.08.2023
- TÜİK, (2021). Türkiye İstatistik Kurumu Veri Portalı. Erişim Adresi: <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=sanayi-114&dil=1> Erişim Tarihi: 20.08.2023

Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü Finansal Analizi

Yunus Emre Kahraman¹

Özet

Maden ve Taş Ocakçılığı sektöründe faaliyet gösteren 6 firmanın mali analizi, sektörün finansal durumunu değerlendirmek ve gelecekte alınabilecek kararlar için bir kontrol mekanizması sağlamak amacıyla gerçekleştirilmiştir. 2018-2022 yıllarını kapsayan bu analizde, likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık oranları hesaplanmıştır. Bu oranlar, sektördeki firmaların finansal sağlığını değerlendirmek ve hangi firmanın hangi durumda olduğunu anlamak için kullanılmıştır. Elde edilen bulgular doğrultusunda, firmaların mali durumu değerlendirilmiş ve geleceğe yönelik kararlar alınması için öneriler sunulmuştur. Bu analiz, Maden ve Taş Ocakçılığı sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal performansını daha iyi anlamalarına ve etkili kararlar almalarına yardımcı olmak için yapılmıştır.

1. Giriş

Madencilik ve taş ocakçılığı sektörü, dünya ekonomisinin temel taşlarından birini oluşturur ve birçok açıdan hayati bir rol oynar. Dünya genelindeki maden çeşitliliği göz önüne alındığında, Türkiye özelinde ise sekizinci sırada yer alarak önemli bir potansiyele sahiptir (Çeşmetepe ve Yıldız, 2022). Madencilik faaliyetleri, sürekli olarak kendi iç dinamikleri gereği değişim göstermektedir (Bayraktar vd., 2018). Bu sektör, doğal kaynakların çıkarılması ve işlenmesi süreçlerini yöneterek, endüstrilerin ve toplumların bir dizi ihtiyacını karşılar. Örneğin, metallerin çıkarılması, otomotiv, elektronik ve inşaat endüstrileri gibi birçok sektörün temel hammadde ihtiyacını karşılamaktadır. Aynı zamanda enerji kaynaklarının çıkarılması, enerji üretimine yönlendirilerek elektrik üretimi ve ısınma ihtiyaçlarını da karşılamaktadır. Değerli taşlar, mücevherat endüstrisine kaynak sağlar ve küresel ticaretin bir parçasını oluştururken, inşaat malzemeleri ise yolların, köprülerin ve binaların inşasını desteklemektedir. Ekonomik açıdan, madencilik ve taş ocakçılığı sektörü, birçok ülkenin gelirini artırır, istihdam yaratır ve yerel ekonomilere katkıda bulunurken, aynı zamanda hükümetlere vergi geliri sağlamaktadır. Bu sektör, teknolojik ilerlemeleri teşvik eder ve sürdürülebilirlik çabalarına liderlik ederken, doğal kaynakların çevresel etkilerini minimize etme amacı taşır. Ancak, ülkelerin yeraltı kaynakları açısından farklılık gösterir. Zengin yeraltı kaynaklarına sahip ülkeler, kendi ihtiyaçlarını genellikle karşılayabilirler ve bu nedenle bu kaynakları ithal etmek zorunda kalmazlar. Bununla birlikte, yeterli yeraltı kaynağı olmayan ülkeler, bu kaynakları ithal etmek veya dışarıdan temin etmek zorunda kalmaktadır (Çondur ve Evlimoğlu, 2007).

Madencilik ve taş ocakçılığı, insanlık tarihinin en eski endüstrilerinden biri olarak büyük öneme sahiptir ve toplumların gelişimine önemli katkılarda bulunmuştur. Bu sektör, tarihsel

1 Dr. Öğretim Üyesi, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sağlık Hizmetleri Meslek Yüksekokulu, yunusemrekahraman@osmaniye.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-0306-5227

olarak farklı dönemlerde çeşitli şekillerde rol oynamıştır. Örneğin, Antik Mısır'da kullanılan taş ocakları, büyük piramitlerin yapımında kullanılmış ve bu büyük eserlerin inşasına katkı sağlamıştır. Ortaçağ'da, madenlerin çıkarılması, demir ve çelik üretimini desteklemiştir, bu da dönemin teknolojik ilerlemelerine katkıda bulunmuştur. Sanayi Devrimi ile birlikte madencilik endüstrisi daha da büyümüş ve endüstriyel devrimin yakıtını ve hammaddelerini temin etmiştir. Bu dönemde kömür ve demir madenlerinin önemi büyük ölçüde artmıştır. Madencilik ve taş ocakçılığı sektörü, doğal kaynakların çıkarılması ve işlenmesi süreçlerini içerir ve bu süreçler, birçok sektörün ihtiyaçlarını karşılar. Bu sektör, inşaat, enerji üretimi, altyapı geliştirmesi ve endüstriyel üretim gibi birçok alanda hizmet verirken, aynı zamanda çevresel ve sürdürülebilirlik sorunlarına da dikkat çekmektedir. Madencilik ve taş ocakçılığı sektörü, doğal kaynakların çıkarılması ve işlenmesi süreçlerinin karmaşıklığı nedeniyle çevresel etkileriyle de bilinir. Bu nedenle, sürdürülebilirlik çabaları ve çevresel etkilerin minimize edilmesi, bu sektörün geleceğinde önemli bir rol oynamaktadır. Doğal kaynakların sürdürülebilir bir şekilde yönetilmesi, gelecek nesillere daha iyi bir dünya bırakma amacını taşır.

Finansal analiz, çeşitli yöntemler kullanılarak gerçekleştirilebilir. Bu çalışmada, finansal analiz için tercih edilen yöntem oran analizi olarak belirlenmiştir. Oran analizi, bir şirketin mali sağlığını, performansını ve verimliliğini değerlendirmek için önemli bir araçtır. Bu analizde, incelenen sektöre ait finansal rasyolar belirlenmiş ve bu rasyolar üzerinden gerekli değerlendirmeler yapılmıştır. Ayrıca, incelenen sektöre ait şirketlerin rasyoları, sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmış ve bu karşılaştırma sonuçlarıyla şirketlerin finansal durumları analiz edilmiştir. Bu çalışma, imalat sektöründe faaliyet gösteren Maden ve Taş Ocakçılığı alt sektöründeki (6) halka açık şirketin 2018-2022 yılları arasındaki finansal performansını oran analizi ile incelemektedir. Bu analiz, her bir firmanın kendi mali durumunu ve sektör ortalamalarına göre nasıl performans gösterdiğini değerlendirmek amacıyla yapılmıştır. Bu sayede hem şirketlerin finansal sağlığı hem de sektörün genel durumu hakkında bilgi edinilmiştir. Çalışmada kullanılan (6) işletmenin verisi, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) kap.org.tr internet sitesinden temin edilmiştir. Ayrıca sektörel karşılaştırmalar için sektör ortalamalarına Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tcmb.gov.tr internet sitesinden erişilmiştir. Bu nedenle, çalışma verileri ikincil kaynaklardan elde edilmiştir. İkincil verilerin toplanmasında, firmaların mali durumu hakkında temel mali tablolar gibi bilgilere başvurulmuştur.

2. Türkiye'de ve Dünyada Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü

2.1. Türkiye'de Maden ve Taş Ocakçılığı:

Türkiye, zengin doğal kaynaklara sahip bir ülke olarak bilinir ve bu nedenle madencilik ve taş ocakçılığı sektörü Türkiye'nin ekonomisine önemli katkılar sağlar. Türkiye, altın, gümüş, bakır, çinko, kurşun gibi metallerin yanı sıra kömür, petrol, doğalgaz ve çeşitli inşaat malzemeleri gibi doğal kaynakları çıkaran bir ülkedir. Maden ve taş ocakçılığı, Türkiye'nin sanayi üretimine, enerji üretimine ve inşaat sektörüne temel malzemeleri sağlar.

2020 yılı İşgücü Piyasası Araştırması'na göre, madencilik ve taş ocakçılığı sektöründe 1.701 işyeri için veri toplanmış ve bu işyerlerinde toplamda 119.145 çalışan tespit edilmiştir. Bu verilere göre, araştırma kapsamındaki işyerlerinin ve çalışanların yüzde 1'i ilgili sektörde faaliyet göstermektedir (Türkiye İş Kurumu).

Dünya madencilik endüstrisinde konsolidasyon ve tekelleşme süreci hız kazanırken, büyüyen şirketler ulus devletler üzerinde daha fazla etki sahibi olma potansiyeline sahiptir. Ancak,

Türkiye’de madencilik sektöründe ters bir eğilim gözlenmekte olup sektör parçalanmakta ve küçülmektedir (Tamzok, 2005).

2.2. Dünya Genelinde Maden ve Taş Ocakçılığı:

Dünya genelinde maden ve taş ocakçılığı sektörü, birçok ülkede büyük bir öneme sahiptir. Bu sektör, metaller, enerji kaynakları, inşaat malzemeleri ve değerli taşlar gibi birçok farklı kaynağın çıkarılmasını ve işlenmesini içerir. Özellikle gelişmiş ülkelerde madencilik sektörü, yüksek teknoloji ve çevresel sürdürülebilirlik uygulamalarıyla dikkat çekerken, gelişmekte olan ülkelerde daha çok temel kaynakların çıkarılmasına odaklanılmaktadır.

2020 yılında gerçekleştirilen İşgücü Piyasası Araştırması kapsamında toplam 68.146 işyerine anketler uygulanmış ve bu işyerlerinden toplamda 187.589 işyerine ait veri toplanmıştır. Bu 187.589 işyerinde ise tam olarak 10.406.622 çalışan tespit edilmiştir (Türkiye İş Kurumu).

Ancak maden ve taş ocakçılığı sektörü, çevresel etkileri nedeniyle eleştirilere maruz kalmaktadır. Madencilik faaliyetleri, toprak erozyonuna, su kirliliğine, biyolojik çeşitlilik kaybına ve toplumların yerinden edilmesine yol açabilir. Bu nedenle, sürdürülebilir madencilik uygulamaları ve çevresel etkilerin azaltılması giderek daha fazla önem kazanmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye ve dünya genelinde maden ve taş ocakçılığı sektörü, doğal kaynakların çıkarılması ve işlenmesiyle ilgili önemli bir endüstri olup ekonomiye ve sanayiye büyük katkılar sağlar. Ancak bu faaliyetlerin çevresel etkileri ve sürdürülebilirlik sorunları da dikkate alınmalıdır. Bu nedenle, endüstri çevresel standartlara ve yenilikçi uygulamalara odaklanmaktadır.

3. Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü Mali Analizi

Bu bölümde, Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren madencilik ve taş ocakçılığı sektöründe bulunan beş işletmenin 2018-2022 yılları arasındaki beş yıllık finansal oranları hesaplanmış ve bu sonuçlar sektör ortalamalarıyla karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Finansal oranlar dört ana kategoride incelenmiştir, bu kategoriler şunlardır: likidite oranları, borçlanma oranları, faaliyet oranları ve kârlılık oranları.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları olarak; cari oran, asit-test oranı ve nakit oran kullanılmıştır. Bu oranların 2018 yılındaki skorları Tablo 1’de görülmektedir. Ayrıca her yılda 6 işletme aktif olmadığı için yıl bazlı firma sayısı değişim göstermektedir.

Tablo 1: 2018 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Altinyag Madencilik Ve Enerji	0,868303	0,851504	0,000663
İpek Doğal Enerji	11,96343	10,78923	10,92985
Koza Madencilik	12,61116	11,37182	11,52778
Koza Altın	14,91268	13,48204	12,96202
Park Elek.Madencilik	1,473692	1,41219	0,553137
Sektör Ortalamaları	8,365853	7,581355	7,194689

Tablo 1'deki 2018 yılı likidite oranlarını incelediğimizde, cari oran açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğunu görüyoruz. Altınyag Madencilik ve Enerji ise cari oran açısından sektördeki en düşük orana sahip işletme olarak dikkat çekmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın cari oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Asit-test oranı açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin ise en düşük asit-test oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yine sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın asit-test oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre Koza Altın'ın en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin en düşük nakit oranına sahip olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ise sadece İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın nakit oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

2018 yılı için genel bir değerlendirme yapacak olursak, likidite düzeyi açısından en iyi performans gösteren işletmelerin İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın olduğunu söyleyebiliriz. Bu işletmeler, cari oranlar, asit-test oranları ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemektedirler.

2019 yılı likidite oranları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: 2019 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Altınyag Madencilik Ve Enerji	0,48099	0,479178	0,001261
İpek Doğal Enerji	11,65497	10,74844	11,19771
Koza Madencilik	11,67249	10,76438	11,21489
Koza Altın	11,86557	10,92727	11,54216
Park Elek.Madencilik	1,126147	1,108393	0,379222
Sektör Ortalamaları	7,360033	6,805531	6,867048

Tablo 2'deki 2019 yılı likidite oranlarını incelediğimizde, cari oran açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Altınyag Madencilik ve Enerji ise cari oran açısından sektördeki en düşük orana sahip işletme olarak dikkat çekmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın cari oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Asit-test oranı açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin ise en düşük asit-test oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yine sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın asit-test oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre Koza Altın'ın en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin en düşük nakit oranına sahip olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ise sadece İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın nakit oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

2019 yılı için genel bir değerlendirme yapacak olursak, likidite düzeyi açısından en iyi performans gösteren işletmelerin İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın olduğu görülmektedir. Bu işletmeler, cari oranlar, asit-test oranları ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemektedirler.

2020 yılı likidite oranları Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3: 2020 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Altınyag Madencilik ve Enerji	1,076851	1,076416	0,812704
İpek Doğal Enerji	10,45729	9,82518	9,699352
Koza Madencilik	10,40526	9,777037	9,653843
Koza Altın	10,4319	9,770882	10,12937
Park Elek. Madencilik	2,444437	2,395467	0,969824
Sektör Ortalamaları	8,092824	7,612379	7,573818

Tablo 3'deki 2020 yılı likidite oranlarını incelediğimizde, cari oran açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Altınyag Madencilik ve Enerji ise cari oran açısından sektördeki en düşük orana sahip işletme olarak dikkat çekmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın cari oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Asit-test oranı açısından Koza Altın'ın sektördeki en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin ise en düşük asit-test oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yine sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın asit-test oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre Koza Altın'ın en yüksek orana sahip olduğunu ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin en düşük nakit oranına sahip olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ise sadece İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın nakit oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

2020 yılı için genel bir değerlendirme yapacak olursak, likidite düzeyi açısından en iyi performans gösteren işletmelerin İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın olduğu görülmektedir. Bu işletmeler, cari oranlar, asit-test oranları ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemektedirler.

2021 yılı likidite oranları Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4: 2021 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Altınyag Madencilik ve Enerji	11,12404	11,12404	10,47692
CVK Maden	0,570067	0,319733	0,144025
İpek Doğal Enerji	8,176838	7,79891	7,692132
Koza Madencilik	8,16875	7,791612	7,686533
Koza Altın	8,395199	8,0144	7,942068
Park Elek.Madencilik	1,081218	1,014989	0,122302
Sektör Ortalamaları	7,009925	6,758575	6,499902

Tablo 4'deki 2021 yılı likidite oranlarını incelediğimizde, cari oran açısından Altındağ Madencilik ve Enerji sektöründeki en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. CVK Maden ise cari oran açısından sektördeki en düşük orana sahip işletme olarak dikkat çekmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, Altındağ Madencilik ve Enerji, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın cari oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Asit-test oranı açısından Altındağ Madencilik ve Enerji sektöründeki en yüksek orana sahip olduğunu ve CVK Maden ise en düşük asit-test oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yine sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, Altındağ Madencilik ve Enerji, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın asit-test oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre Altındağ Madencilik ve Enerji'nin en yüksek orana sahip olduğunu ve Park Elektrik ve Madencilik'in en düşük nakit oranına sahip olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ise sadece Altındağ Madencilik ve Enerji, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın nakit oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

2021 yılı için genel bir değerlendirme yapacak olursak, likidite düzeyi açısından en iyi performans gösteren işletmelerin Altındağ Madencilik ve Enerji, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın olduğu görülmektedir. Bu işletmeler, cari oranlar, asit-test oranları ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemektedirler.

2022 yılı likidite oranları Tablo 5'de verilmiştir.

Tablo 5: 2022 Yılı Likidite Oranları

Firmalar / Oranlar	Cari Oran	Asit-Test Oranı	Nakit Oran
Altındağ Madencilik ve Enerji	8,952738	8,95025	7,280586
CVK Maden	1,559301	1,224524	0,343367
İpek Doğal Enerji	10,16303	9,156567	8,899229
Koza Madencilik	10,1571	9,151833	8,895669
Koza Altın	10,50621	9,489182	9,27657
Park Elek. Madencilik	1,715846	1,601684	1,300504
Sektör Ortalamaları	7,175704	6,595673	5,999321

Tablo 5'deki 2022 yılı likidite oranlarını incelediğimizde, cari oran açısından Koza Altın'ın sektöründeki en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. CVK Maden'in ise cari oran açısından sektördeki en düşük orana sahip işletme olarak dikkat çekmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın cari oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Asit-test oranı açısından Koza Altın'ın sektöründeki en yüksek orana sahip olduğunu ve CVK Maden'in ise en düşük asit-test oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yine sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Altındağ Madencilik ve Enerji'nin asit-test oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre Koza Altın'ın en yüksek orana sahip olduğunu ve CVK Maden'in en düşük nakit oranına sahip olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarıyla karşılaştırıldığında ise

sadece İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin nakit oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

2020 yılı için genel bir değerlendirme yapacak olursak, likidite düzeyi açısından en iyi performans gösteren işletmelerin İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Altınyag Madencilik ve Enerji'nin olduğu görülmektedir. Bu işletmeler, cari oranlar, asit-test oranları ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemektedirler.

3.2. Finansal Yapı Oranları

Finansal yapı oranları veya borçlanma oranları, işletmenin borçlanma seviyesini gösteren ve uzun vadeli finansal yapı ve risk değerlendirmelerine yardımcı olan önemli finansal göstergelerdir. Bu çalışmada, finansal kaldıraç oranı (FKO), genel ödeme gücü oranı (GÖG), özkaynak oranı (ÖK), kısa vadeli yabancı/özkaynak oranı (KVYK/ÖK) ve borçlanma katsayısı oranları (BK) hesaplanmıştır. Bu oranlar arasında FKO, KVYK/ÖK ve BK negatif nitelikli oranlardır, yani işletmenin borçlanma düzeyini ifade eden göstergelerdir. Diğer yandan GÖG ve ÖK pozitif nitelikli oranlardır, yani işletmenin ödeme gücünü ve özkaynaklarını ifade eden göstergelerdir. Finansal yapı skorları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur.

Bu skorlar, işletmelerin finansal sağlıklarını ve borçlanma seviyelerini değerlendirmek için kullanılan önemli araçlardır. İşletmelerin finansal yapısı, bu oranlarla analiz edilerek, finansal risklerin ve kaldıraç etkilerinin anlaşılmasına yardımcı olur. Pozitif nitelikli oranlar işletmenin finansal sağlığını gösterirken, negatif nitelikli oranlar işletmenin borçlanma düzeyini vurgular. Bu bilgiler, işletme yönetiminin finansal stratejilerini belirleme ve gelecekteki mali kararlarını planlama konularında rehberlik sağlayabilmektedir.

Tablo 6: 2018 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,794493	1,258665	0,205507	3,332022	3,866005
İpek Doğal Enerji	0,08788	11,37919	0,91212	0,064236	0,096347
Koza Madencilik	0,093268	10,72185	1,093268	0,05585	0,085311
Koza Altın	0,08038	12,44095	0,91962	0,053872	0,087405
Park Elek.Madencilik	0,080079	12,4877	0,919921	0,043342	0,08705
Sektör Ortalamaları	0,22722	9,657671	0,810087	0,709864	0,844423

Tablo 6'daki finansal yapı oranlarının ışığında 2018 yılına yönelik bir değerlendirme yapmak gerekirse bu oranlar, işletmelerin mali sağlığını ve borçlanma seviyelerini analiz etmemize yardımcı olmaktadır.

Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) açısından Altındağ Madencilik ve Enerji en yüksek orana sahipken, en düşük oran Park Elektrik ve Madencilik firmasına ait. Bu oranları sektör ortalamalarıyla karşılaştırdığımızda, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin finansal kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından en yüksek oran Park Elektrik ve Madencilik'te bulunurken, Altındağ Madencilik ve Enerji işletmesinin genel ödeme gücü daha düşük. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik

Madencilik işletmelerinin genel ödeme güçlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Özkaynak Oranı (ÖK) açısından en iyi performansı Koza Altın gösterirken, özkaynak yeterliliği en düşük olan işletme Altındağ Madencilik ve Enerji'dir. Sektörel olarak İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerinde bulunmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından en yüksek oran Altınyag Enerji ve Madencilik'te, en düşük oran ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesine aittir. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmeleri sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Koza Madencilik en düşük orana sahipken, Altınyag Enerji ve Madencilik en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel olarak, 2018 yılında Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesinin finansal yapısının güçlü olduğunu gösteren bir dizi oran vardır. Ayrıca, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin tüm oranlarının sektör ortalamasının üstünde olduğu ve bu işletmelerin sektördeki finansal yapılarının en iyi işletmeler olduğu görülmektedir.

2019 yılı finansal yapı skorları Tablo 7'de görülmektedir.

Tablo 7: 2019 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,572077	1,748016	0,427923	1,23068	1,336869
İpek Doğal Enerji	0,093867	10,65334	0,906133	0,072668	0,103591
Koza Madencilik	0,093933	10,64587	0,906067	0,072691	0,103671
Koza Altın	0,092963	10,75692	0,907037	0,070501	0,102491
Park Elek.Madencilik	0,133529	7,489018	0,866471	0,108073	0,154107
Sektör Ortalamaları	0,197274	8,258634	0,802726	0,310923	0,360146

Tablo 7'deki incelendiğinde, 2019 yılında Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) açısından Altındağ Madencilik ve Enerji en yüksek orana sahipken, en düşük oran Koza Altın firmasına ait. Bu oranları sektör ortalamalarıyla karşılaştırdığımızda, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin finansal kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından en yüksek oran İpek Doğal Enerji işletmesinde bulunurken, Altındağ Madencilik ve Enerji işletmesinin genel ödeme gücü daha düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın işletmelerinin genel ödeme güçlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Özkaynak Oranı (ÖK) açısından en iyi performansı İpek Doğal Enerji gösterirken, özkaynak yeterliliği en düşük olan işletme Altındağ Madencilik ve Enerji'dir. Sektörel olarak İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerinde bulunmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından en yüksek oran Altınyığ Enerji ve Madencilik'te, en düşük oran ise Koza Altın işletmesine aittir. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmeleri sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Koza Madencilik en düşük orana sahipken, Altınyığ Enerji ve Madencilik en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

2020 yılı finansal yapı skorları Tablo 8'de görülmektedir.

Tablo 8: 2020 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Altınyığ Madencilik ve Enerji	0,473229	2,113143	0,526771	0,873414	0,898357
İpek Doğal Enerji	0,100934	9,907477	0,899066	0,086349	0,112265
Koza Madencilik	0,102214	9,783418	0,897786	0,086835	0,113851
Koza Altın	0,097524	10,25385	0,902476	0,081219	0,108063
Park Elek.Madencilik	0,101535	9,848773	0,898465	0,071252	0,11301
Sektör Ortalamaları	0,175087	8,381332	0,824913	0,239814	0,269109

Tablo 8'deki incelendiğinde, 2020 yılında Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) açısından Altındağ Madencilik ve Enerji en yüksek orana sahipken, en düşük oran Koza Altın firmasına ait. Bu oranları sektör ortalamalarıyla karşılaştırdığımızda, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin finansal kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından en yüksek oran İpek Doğal Enerji işletmesinde bulunurken, Altındağ Madencilik ve Enerji işletmesinin genel ödeme gücü daha düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın işletmelerinin genel ödeme güçlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Özkaynak Oranı (ÖK) açısından en iyi performansı Koza Altın gösterirken, özkaynak yeterliliği en düşük olan işletme Altındağ Madencilik ve Enerji'dir. Sektörel olarak İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerinde bulunmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından en yüksek oran Altınyığ Enerji ve Madencilik'te, en düşük oran ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesine aittir. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmeleri sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Koza Altın en düşük orana sahipken, Altınyığ Enerji ve Madencilik en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

2021 yılı finansal yapı skorları Tablo 9’da görülmektedir.

Tablo 9: 2021 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,014371	69,58458	0,931984	0,000398	0,01542
CVK Maden	0,527476	1,895821	0,472524	0,852124	1,116294
İpek Doğal Enerji	0,130995	7,633906	0,869005	0,111778	0,150741
Koza Madencilik	0,131746	7,590368	0,868254	0,111974	0,151737
Koza Altın	0,126862	7,88258	0,873138	0,105869	0,145294
Park Elek.Madencilik	0,132317	7,557618	0,867683	0,102293	0,152494
Sektör Ortalamaları	0,177294	17,02415	0,813765	0,214073	0,288663

Tablo 9’daki incelendiğinde, 2021 yılında Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) açısından CVK Maden en yüksek orana sahipken, en düşük oran Altınyag Madencilik ve Enerji firmasına ait. Bu oranları sektör ortalamalarıyla karşılaştığımızda, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin finansal kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından en yüksek oran Altındağ Madencilik ve enerji işletmesinde bulunurken, CVK Maden işletmesinin genel ödeme gücü daha düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise Park Elektrik Madencilik ve Koza Altın işletmelerinin genel ödeme güçlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Özkaynak Oranı (ÖK) açısından en iyi performansı Altındağ Madencilik ve Enerji gösterirken, özkaynak yeterliliği en düşük olan işletme CVK Maden’dir. Sektörel olarak Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerinde bulunmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından en yüksek oran CVK Madencilik’te, en düşük oran ise Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesine aittir. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji işletmeleri sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Altındağ Madencilik ve Enerji en düşük orana sahipken, CVK Maden en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

2022 yılı finansal yapı skorları Tablo 10’da görülmektedir.

Tablo 10: 2022 Yılı Finansal Yapı Oranları

Firmalar / Oranlar	FKO	GÖG	ÖK	KVYK / ÖK	BK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,175625	5,693947	2,022179	0,051546	0,086849
CVK Maden	0,337689	2,961302	0,662311	0,298213	0,509865
İpek Doğal Enerji	0,113902	8,779484	0,886098	0,089161	0,128543
Koza Madencilik	0,114533	8,731144	0,885467	0,089296	0,129347
Koza Altın	0,117228	8,530419	0,882772	0,090035	0,132795
Park Elek.Madencilik	0,141244	7,07993	0,858756	0,088502	0,164476
Sektör Ortalamaları	0,166703	6,962705	1,032931	0,117792	0,191979

Tablo 10'daki incelendiğinde, 2022 yılında Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) açısından CVK Maden en yüksek orana sahipken, en düşük oran İpek Doğal Enerji firmasına ait. Bu oranları sektör ortalamalarıyla karşılaştırdığımızda, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin finansal kaldıraç oranlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından en yüksek oran İpek Doğal enerji işletmesinde bulunurken, CVK Maden işletmesinin genel ödeme gücü daha düşüktür. Sektör ortalamalarına göre ise Park Elektrik Madencilik, Koza Madencilik ve Koza Altın işletmelerinin genel ödeme güçlerinin sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.

Özkaynak Oranı (ÖK) açısından en iyi performansı Altındağ Madencilik ve Enerji gösterirken, özkaynak yeterliliği en düşük olan işletme CVK Maden'dir. Sektörel olarak Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin özkaynak oranları sektör ortalamasının üzerinde bulunmaktadır.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından en yüksek oran CVK Madencilik'te, en düşük oran ise Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesine aittir. Sektör ortalamalarına göre ise İpek Doğal Enerji işletmeleri sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Altındağ Madencilik ve Enerji en düşük orana sahipken, CVK Maden en yüksek orana sahiptir. Sektör ortalamalarına göre Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

3.3. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, işletmelerin varlıklarını etkin bir şekilde kullanıp kullanmadıklarını ölçmek için önemli bir araçtır. Bu çalışma kapsamında alacak devir hızı (ADH), alacakların tahsilat süresi (ATS), stok devir hızı (SDH), stok devir süresi (SDS), duran varlık devir hızı (DVDH) ve aktif devir hızı (AKDH) gibi faaliyet oranları hesaplanmıştır. Bu oranlar, işletmenin operasyonel etkinliğini ve varlık yönetimini değerlendirmek için kullanılır. Yıllara göre faaliyet oranlarına ilişkin aşağıdaki tablolarda sunulmaktadır.

Tablo 11: 2018 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	10,04368	36,34126	33,98503	10,74002	5,825043	2,361619
İpek Doğal Enerji	60,09157	6,074063	6,148258	59,36641	1,184506	0,354234
Koza Madencilik	61,59982	5,925342	6,139592	59,45021	1,203711	0,355895
Koza Altın	1120,433	0,325767	6,223776	58,64607	1,422017	0,371435
Park Elek.Madencilik	0,795742	458,6914	0,316743	1152,354	0,000889	0,000837
Sektör Ortalamaları	250,5928	101,4716	10,56268	268,1114	1,927233	0,688804

Tablo 11'den elde edilen verilere göre, 2018 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Koza Altın'dır, bununla birlikte, alacak devir hızı en düşük olan işletme Park Elektrik ve Madenciliktir. Alacak devir hızı verilerine dayalı olarak alacak tahsilat süresi en düşük olan firma Koza Altın iken, en yüksek olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir. Alacak devir hızı (ADH) ve alacakların tahsilat süresi (ATS) açısından sektör ortalamalarına göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını en etkin şekilde kullanmaktadır.

Stoklarını en etkin kullanan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir, ancak stok devir hızı en düşük olan firma Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir. Stok devir süresi en düşük olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji iken, en yüksek stok devir süresine sahip firma Park Elektrik Madenciliktir. Sektörel olarak, Park Elektrik Enerji ve Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmelerinin stokları, sektör ortalamalarına göre daha etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Duran varlık devir hızı en yüksek firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji, en düşük firma ise Park Elektrik Madencilik işletmesidir. Sadece Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi, sektör ortalamasının üzerinde bir duran varlık devir hızına sahiptir.

Son olarak, aktif devir hızı en yüksek firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir, en düşük ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir. Bu verilere dayalı olarak, Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesinin aktiflerini daha etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir.

2019 yılı faaliyet oranları Tablo 12'de görülmektedir.

Tablo 12: 2019 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	0,291678	1251,379	7,633358	47,81644	0,091527	0,068343
İpek Doğal Enerji	147,5018	2,474547	8,080103	45,17269	1,87763	0,436649
Koza Madencilik	149,4079	2,442977	8,069907	45,22977	1,889795	0,436957
Koza Altın	3119,07	0,117022	8,279573	44,0844	1,860487	0,448802
Park Elek.Madencilik	3,871402	94,28108	9,384021	38,89591	0,020679	0,018498
Sektör Ortalamaları	684,0284	270,1389	8,289392	44,23984	1,148023	0,28185

Tablo 12'den elde edilen verilere göre, 2019 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Koza Altın'dır, bununla birlikte, alacak devir hızı en düşük olan işletme Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir. Alacak devir hızı verilerine dayalı olarak alacak tahsilat süresi en düşük olan firma Koza Altın iken, en yüksek olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir. Alacak devir hızı

(ADH) ve alacakların tahsilat süresi (ATS) açısından sektör ortalamalarına göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını en etkin şekilde kullanmaktadır.

Stoklarını en etkin kullanan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir, ancak stok devir hızı en düşük olan firma Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir. Stok devir süresi en düşük olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji iken, en yüksek stok devir süresine sahip firma Park Elektrik Madencilik'tir. Sektörel olarak, Park Elektrik Enerji ve Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmelerinin stokları, sektör ortalamalarına göre daha etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Duran varlık devir hızı en yüksek firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji, en düşük firma ise Park Elektrik Madencilik işletmesidir. Sadece Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi, sektör ortalamasının üzerinde bir duran varlık devir hızına sahiptir.

Son olarak, aktif devir hızı en yüksek firma Koza Altın, en düşük ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir. Bu verilere dayalı olarak, Koza Altın işletmesinin aktiflerini daha etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir.

2020 yılı faaliyet oranları Tablo 13'de görülmektedir.

Tablo 13: 2020 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	0,426634	855,5348	85,61195	4,263424	0,054175	0,027334
İpek Doğal Enerji	139,9017	2,608975	8,080637	45,16971	2,049054	0,385557
Koza Madencilik	141,2515	2,584043	8,081512	45,16482	2,039922	0,385171
Koza Altın	15511,41	0,023531	8,258321	44,19785	1,647428	0,38774
Park Elek.Madencilik	7,518221	48,54872	27,44475	13,29945	0,070484	0,059454
Sektör Ortalamaları	3160,102	181,86	27,49543	30,41905	1,172213	0,249051

Tablo 13'den elde edilen verilere göre, 2020 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Koza Altın'dır, bununla birlikte, alacak devir hızı en düşük olan işletme Altınyâğ Madencilik ve Enerji'dir. Alacak devir hızı verilerine dayalı olarak alacak tahsilat süresi en düşük olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji iken, en yüksek olan firma Koza Altın'dır. Alacak devir hızı (ADH) ve alacakların tahsilat süresi (ATS) açısından sektör ortalamalarına göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını en etkin şekilde kullanmaktadır.

Stoklarını en etkin kullanan firma Altındağ Madencilik ve Enerji'dir, ancak stok devir hızı en düşük olan firma İpek Doğal Enerji işletmesidir. Stok devir süresi en düşük olan firma Altınyâğ Madencilik ve Enerji iken, en yüksek stok devir süresine sahip firma İpek Doğal Enerji. Sektörel olarak, Park Elektrik Madencilik ve Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmelerinin stokları, sektör ortalamalarına göre daha etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Duran varlık devir hızı en yüksek firma İpek Doğal Enerji, en düşük firma ise Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesidir. İpek Doğal Enerji ve Koza Madencilik sektör ortalamasının üzerinde bir duran varlık devir hızına sahiptir.

Son olarak, aktif devir hızı en yüksek firma Koza Altın, en düşük ise Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesidir. Bu verilere dayalı olarak, Koza Altın işletmesinin aktiflerini daha etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir.

2021 yılı faaliyet oranları Tablo 14'de görülmektedir.

Tablo 14: 2021 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Altınyag Madencilik ve Enerji	1,997412	182,7365	1059,376	0,344542	0,127503	0,051508
İpek Doğal Enerji	40,54999	9,001235	9,502381	38,41143	1,644425	0,338316
Koza Madencilik	173,8635	2,099349	9,503123	38,40843	1,641636	0,337879
Koza Altın	26073,96	0,013999	9,619873	37,94229	1,476517	0,330688
Park Elek.Madencilik	7,613359	47,94205	17,69879	20,62288	0,079307	0,071697
Sektör Ortalamaları	5259,597	48,35862	221,14	27,14591	0,993878	0,226017

Tablo 14'den elde edilen verilere göre, 2021 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Koza Altın'dır, bununla birlikte, alacak devir hızı en düşük olan işletme Altınyag Madencilik ve Enerji'dir. Alacak devir hızı verilerine dayalı olarak alacak tahsilat süresi en düşük olan firma Altınyag Madencilik ve Enerji iken, en yüksek olan firma Koza Altın'dır. Alacak devir hızı (ADH) ve alacakların tahsilat süresi (ATS) açısından sektör ortalamalarına göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını en etkin şekilde kullanmaktadır.

Stoklarını en etkin kullanan firma Altındağ Madencilik ve Enerji'dir, ancak stok devir hızı en düşük olan firma İpek Doğal Enerji işletmesidir. Stok devir süresi en düşük olan firma İpek doğal Enerji iken, en yüksek stok devir süresine sahip firma Altınyag Madencilik ve Enerji. Sektörel olarak ve Altınyag Madencilik ve Enerji işletmelerinin stokları, sektör ortalamalarına göre daha etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Duran varlık devir hızı en yüksek firma İpek Doğal Enerji, en düşük firma ise Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesidir. İpek Doğal Enerji ve Koza Madencilik sektör ortalamasının üzerinde bir duran varlık devir hızına sahiptir.

Son olarak, aktif devir hızı en yüksek firma İpek doğal Enerji, en düşük ise Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesidir. Bu verilere dayalı olarak, İpek Doğal Enerji işletmesinin aktiflerini daha etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir.

2022 yılı faaliyet oranları Tablo 15'de görülmektedir.

Tablo 15: 2022 Yılı Faaliyet Oranları

Firmalar / Oranlar	ADH	ATS	SDH	SDS	DVDH	AKDH
Altınyag Madencilik ve Enerji	3,956806	92,24611	2508,626	0,145498	0,474742	0,200982
CVK Maden	3,666794	99,54199	3,666935	99,53818	0,390377	0,27015
İpek Doğal Enerji	46,8689	7,78768	7,360826	49,58682	2,060809	0,406121
Koza Madencilik	169,6994	2,150862	7,356708	49,61458	2,06028	0,405657
Koza Altın	29647,2	0,012311	7,589857	48,0905	2,589257	0,427134
Park Elek. Madencilik	8,931624	40,86603	19,55785	18,66258	0,142653	0,12405
Sektör Ortalamaları	4980,054	40,43416	425,6931	44,27303	1,286353	0,305682

Tablo 15'den elde edilen verilere göre, 2022 yılında alacaklarını en etkin kullanan firma Koza Altın'dır, bununla birlikte, alacak devir hızı en düşük olan işletme Altınyag Madencilik

ve Enerji'dir. Alacak devir hızı verilerine dayalı olarak alacak tahsilat süresi en düşük olan firma Altınyag Madencilik ve Enerji iken, en yüksek olan firma Koza Altın'dır. Alacak devir hızı (ADH) ve alacakların tahsilat süresi (ATS) açısından sektör ortalamalarına göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını en etkin şekilde kullanmaktadır.

Stoklarını en etkin kullanan firma Altındağ Madencilik ve Enerji'dir, ancak stok devir hızı en düşük olan firma İpek Doğal Enerji işletmesidir. Stok devir süresi en düşük olan firma Altınyag Madencilik ve Enerji iken, en yüksek stok devir süresine sahip firma CVK Madendir.

Duran varlık devir hızı en yüksek firma Koza Altın, en düşük firma ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir.

Son olarak, aktif devir hızı en yüksek firma Koza Altın, en düşük ise Park Elektrik ve Madencilik işletmesidir. Bu verilere dayalı olarak, Koza Altın işletmesinin aktiflerini daha etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir.

3.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, yapılan yatırımların ve finansal kararların işletmenin performansını ne kadar etkili bir şekilde şekillendirdiğini ölçen önemli finansal göstergelerdir. Bu oranlar, bir işletmenin karlılığını değerlendirmek için kullanılırlar ve yatırımın getirisi ile finansal kararların başarı seviyesini gösterirler. Bu çalışmada kullanılan kârlılık oranları ise brüt kâr marjı (BKM), net kâr marjı (NKM), özsermaye kârlılığı (ÖK), iktisadi kârlılık (İK) ve aktif kârlılığı (AK) olarak sıralanır. Yıllara ait kârlılık oranlarına dair veriler Aşağıdaki tablolarda sunulmuştur.

Tablo 16: 2018 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Altınyag Madencilik ve Enerji	-0,01446	-0,06627	-0,76159	-0,30631	-0,15651
İpek Doğal Enerji	0,581736	0,661325	0,256834	0,288043	0,234264
Koza Madencilik	0,583205	0,663359	0,258105	0,290194	0,236086
Koza Altın	0,607047	0,728753	0,294344	0,328777	0,270684
Park Elek.Madencilik	0,544506	108,3125	0,098561	0,101974	0,090669
Sektör Ortalamaları	0,460408	22,05994	0,02925	0,140535	0,135038

2018 yılı kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan analiz şu sonuçları ortaya koymaktadır:

Brüt Kâr Marjı (BKM) açısından Koza Altın işletmesi sektördeki en yüksek orana sahiptir, ancak Altındağ Madencilik ve Enerji işletmesi en düşük brüt kâr marjına sahiptir. Park Elektrik Madencilik, Koza Altın ve İpek Doğal Enerji işletmeleri brüt kâr marjı açısından sektör ortalamasının üzerindedir.

Net Kâr Marjı (NKM) incelendiğinde, Park Elektrik ve Madencilik işletmesinin en yüksek net kâr marjına sahip olduğu görülmektedir. Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük net kâr marjına sahiptir.

Özsermaye Kârlılığı (ÖK) açısından Koza Altın işletmesi en iyi performansı gösterirken, zarar açıklayan Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi en zayıf özsermaye kârlılığına sahiptir.

İktisadi Kârlılık (İK) oranına göre Koza Altın en iyi performansı sergilerken, zararda olan Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi en düşük iktisadi kârlılığa sahiptir.

Aktif Kârlılık (AK) oranlarına bakıldığında, Koza Altın işletmesi en yüksek aktif kârlılığa sahiptir, ancak zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi en düşük aktif kârlılığa sahiptir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın firmaları, aktif kârlılık açısından sektör ortalamalarının üzerindedir.

Genel olarak, Koza Altın işletmesi kârlılık oranlarının çoğunda en iyi performansı gösterirken, Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi çoğu oranda zayıf bir performans sergilemektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler.

2019 yılı kârlılık oranları Tablo 17'de görülmektedir.

Tablo 17: 2019 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	13,18433	-0,22036	-0,03519	0,121362	-0,01506
İpek Doğal Enerji	0,645209	0,604956	0,291517	0,334948	0,264153
Koza Madencilik	0,646857	0,606294	0,292389	0,335989	0,264924
Koza Altın	0,664727	0,620261	0,306905	0,355743	0,278374
Park Elek.Madencilik	0,756704	0,153332	0,003273	0,012575	0,002836
Sektör Ortalamaları	3,179564	0,352896	0,171778	0,232123	0,159046

2019 yılı kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan analiz şu sonuçları ortaya koymaktadır:

Brüt Kâr Marjı (BKM) açısından Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi sektördeki en yüksek orana sahiptir, İpek Doğal Enerji ise işletmesi en düşük brüt kâr marjına sahiptir. Park Elektrik Madencilik, Koza Altın ve İpek Doğal Enerji işletmeleri brüt kâr marjı açısından sektör ortalamasının üzerindedir.

Net Kâr Marjı (NKM) incelendiğinde, Koza Altın işletmesinin en yüksek net kâr marjına sahip olduğu görülmektedir. Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük net kâr marjına sahiptir.

Özsermaye Kârlılığı (ÖK) açısından Koza Altın işletmesi en iyi performansı gösterirken, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi en zayıf özsermaye kârlılığına sahiptir.

İktisadi Kârlılık (İK) oranına göre Koza Altın en iyi performansı sergilerken, zararda olan Park Elektrik ve Madencilik işletmesi en düşük iktisadi kârlılığa sahiptir.

Aktif Kârlılık (AK) oranlarına bakıldığında, Koza Altın işletmesi en yüksek aktif kârlılığa sahiptir, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük aktif kârlılığa sahiptir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın firmaları, aktif kârlılık açısından sektör ortalamalarının üzerindedir.

Genel olarak, Koza Altın işletmesi kârlılık oranlarının çoğunda en iyi performansı gösterirken, Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi çoğu oranda zayıf bir performans sergilemektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler.

2020 yılı kârlılık oranları Tablo 18'de görülmektedir.

Tablo 18: 2020 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,610356	-0,20557	-0,01067	0,215149	-0,00562
İpek Doğal Enerji	0,617541	0,508629	0,218121	0,261593	0,196105
Koza Madencilik	0,618908	0,509852	0,218738	0,261393	0,19638
Koza Altın	0,637715	0,557101	0,239353	0,280528	0,21601
Park Elek.Madencilik	0,26374	0,714968	0,047312	0,099889	0,042508
Sektör Ortalamaları	0,549652	0,416995	0,142571	0,22371	0,129077

2020 yılı kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan analiz şu sonuçları ortaya koymaktadır:

Brüt Kâr Marjı (BKM) açısından Koza altın işletmesi sektördeki en yüksek orana sahiptir, Park Elektrik ve Madencilik ise işletmesi en düşük brüt kâr marjına sahiptir. Koza Madencilik, Koza Altın ve İpek Doğal Enerji işletmeleri brüt kâr marjı açısından sektör ortalamasının üzerindedir.

Net Kâr Marjı (NKM) incelendiğinde, Park Elektrik ve Madencilik işletmesinin en yüksek net kâr marjına sahip olduğu görülmektedir. Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük net kâr marjına sahiptir.

Özsermaye Kârlılığı (ÖK) açısından Koza Altın işletmesi en iyi performansı gösterirken, zarar açıklayan Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi en zayıf özsermaye kârlılığına sahiptir.

İktisadi Kârlılık (İK) oranına göre Koza Altın en iyi performansı sergilerken, zararda olan Park Elektrik ve Madencilik işletmesi en düşük iktisadi kârlılığa sahiptir.

Aktif Kârlılık (AK) oranlarına bakıldığında, Koza Altın işletmesi en yüksek aktif kârlılığa sahiptir, zarar açıklayan Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük aktif kârlılığa sahiptir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın firmaları, aktif kârlılık açısından sektör ortalamalarının üzerindedir.

Genel olarak, Koza Altın işletmesi kârlılık oranlarının çoğunda en iyi performansı gösterirken, Altınyag Madencilik ve Enerji işletmesi çoğu oranda zayıf bir performans sergilemektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler.

2021 yılı kârlılık oranları Tablo 19'da görülmektedir.

Tablo 19: 2021 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Altınyag Madencilik ve Enerji	0,725343	-1,08968	-0,06071	0,148023	-0,05658
CVK Maden	0,341546	0,144707	0,10267	0,063376	0,048514
İpek Doğal Enerji	0,604985	0,700587	0,272748	0,321668	0,23702
Koza Madencilik	0,605097	0,701079	0,272823	0,321553	0,23688
Koza Altın	0,624203	0,750559	0,284263	0,331897	0,248201
Park Elek.Madencilik	0,460286	0,750463	0,062011	0,298026	0,053806
Sektör Ortalamaları	0,560243	0,326286	0,155633	0,247424	0,127973

2021 yılı kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan analiz şu sonuçları ortaya koymaktadır:

Brüt Kâr Marjı (BKM) açısından Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi sektördeki en yüksek orana sahiptir, CVK Maden ise işletmesi en düşük brüt kâr marjına sahiptir.

Net Kâr Marjı (NKM) incelendiğinde, Koza Altın işletmesinin en yüksek net kâr marjına sahip olduğu görülmektedir. Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük net kâr marjına sahiptir.

Özsermaye Kârlılığı (ÖK) açısından Koza Altın işletmesi en iyi performansı gösterirken, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi en zayıf özsermaye kârlılığına sahiptir.

İktisadi Kârlılık (İK) oranına göre Koza Altın en iyi performansı sergilerken, zararda olan CVK Maden işletmesi en düşük iktisadi kârlılığa sahiptir.

Aktif Kârlılık (AK) oranlarına bakıldığında, Koza Altın işletmesi en yüksek aktif kârlılığa sahiptir, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük aktif kârlılığa sahiptir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın firmaları, aktif kârlılık açısından sektör ortalamalarının üzerindedir.

Genel olarak, Koza Altın işletmesi kârlılık oranlarının çoğunda en iyi performansı gösterirken, Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi çoğu oranda zayıf bir performans sergilemektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler.

2022 yılı kârlılık oranları Tablo 20'de görülmektedir.

Tablo 20: 2022 Yılı Kârlılık Oranları

Firmalar / Oranlar	BKM	NKM	ÖSK	İK	AK
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	0,080747	-0,38607	-0,08586	0,401623	-0,07759
CVK Maden	0,572781	0,343046	0,467228	0,39276	0,30945
İpek Doğal Enerji	0,591077	0,641728	0,29412	0,312554	0,260619
Koza Madencilik	0,591773	0,642334	0,294271	0,312529	0,260567
Koza Altın	0,60911	0,699045	0,338237	0,354277	0,298586
Park Elek.Madencilik	0,539439	1,382019	0,199637	0,323057	0,17144
Sektör Ortalamaları	0,497488	0,553684	0,251272	0,349466	0,203845

2022 yılı kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan analiz şu sonuçları ortaya koymaktadır:

Brüt Kâr Marjı (BKM) açısından Koza Altın işletmesi sektördeki en yüksek orana sahiptir, Altınyâğ Madencilik ve Enerji ise işletmesi en düşük brüt kâr marjına sahiptir.

Net Kâr Marjı (NKM) incelendiğinde, Park Elektrik ve Madencilik işletmesinin en yüksek net kâr marjına sahip olduğu görülmektedir. Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük net kâr marjına sahiptir.

Özsermaye Kârlılığı (ÖK) açısından Koza Altın işletmesi en iyi performansı gösterirken, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi en zayıf özsermaye kârlılığına sahiptir.

İktisadi Kârlılık (İK) oranına göre Altınyâğ Madencilik ve Enerji en iyi performansı sergilerken, zararda olan Park Elektrik ve Madencilik işletmesi en düşük iktisadi kârlılığa sahiptir.

Aktif Kârlılık (AK) oranlarına bakıldığında, Koza Altın işletmesi en yüksek aktif kârlılığa sahiptir, zarar açıklayan Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi ise en düşük aktif kârlılığa sahiptir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın firmaları, aktif kârlılık açısından sektör ortalamalarının üzerindedir.

Genel olarak, Koza Altın işletmesi kârlılık oranlarının çoğunda en iyi performansı gösterirken, Altınyâğ Madencilik ve Enerji işletmesi çoğu oranda zayıf bir performans sergilemektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler.

4. Sonuç ve Öneriler

Sonuçlarına likidite oranlarını analiz ettiğimizde, Koza Altın'ın bu süre zarfında cari, asit-test ve nakit oranları açısından sektörde istikrarlı bir şekilde en yüksek performansı sergilediği açıkça görülmektedir. Bu sonuçlar, Koza Altın'ın likidite yönetimi konusundaki başarısının uzun vadeli bir göstergesidir. Diğer yandan, Altınyâğ Madencilik ve Enerji, aynı dönem boyunca cari, asit-test ve nakit oranlarında sektörde en düşük performansa sahip işletme olarak öne çıkmaktadır, bu da likidite yönetimi konusundaki zorlukları işaret etmektedir. Ayrıca, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın'ın beş yıllık süre zarfında cari, asit-test ve nakit oranları açısından sektör ortalamalarının üzerinde bir performans sergilemiş görülmektedir. Bu işletmeler, likidite düzeyi açısından sektörde öne çıkan isimlerdir ve likiditeye erişim ve yönetim konusunda başarılı bir şekilde performans göstermişlerdir. Genel bir değerlendirme yapacak olursak, Koza Altın'ın beş yıllık dönem boyunca sektördeki liderlik pozisyonunu koruduğunu söyleyebiliriz. Ancak, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın gibi diğer işletmeler de likidite yönetimi konusundaki başarılarıyla dikkat çekmektedirler. Altınyâğ Madencilik ve Enerji ise bu süre zarfında likidite açısından zorlu bir dönem geçirmiştir. Bu analiz, işletmelerin finansal sağlıklarını ve likidite pozisyonlarını değerlendirmek için önemli bir rehber sunmaktadır.

Finansal yapı oranlarının analizini incelediğimizde, işletmelerin mali sağlığını ve borçlanma seviyelerini gösteriyor. Bu beş yıl boyunca dikkate değer birkaç önemli sonuç öne çıkıyor. İlk olarak, Koza Altın firması, Finansal Kaldıraç Oranı (FKO) ve Özkaynak Oranı (ÖK) açısından sektördeki liderliğini sürdürerek borçlanma düzeyini düşük tutmuş ve öz kaynaklarına dayalı bir finansal yapı benimsemiştir. Genel Ödeme Gücü Oranı (GÖG) bakımından ise İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin genel ödeme güçleri, sektör ortalamalarının üzerinde olduğu için likidite konusunda güçlü olduklarını göstermektedir. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı açısından ise bu işletmeler, sektör ortalamasının altında olduğu için kısa vadeli yükümlülüklerini öz kaynaklarına göre daha iyi yönetmektedirler. Son olarak, Borçlanma Katsayısı (BK) açısından Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik işletmelerinin borçlanma katsayıları, sektör ortalamasının altında bulunuyor, bu da borçlanma seviyelerini kontrol altında tuttuklarını göstermektedir. Genel olarak, İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik, Koza Altın ve Park Elektrik Madencilik gibi işletmelerin mali yapıları sektör ortalamalarının üzerinde olduğu için finansal olarak güçlü oldukları söylenebilir. Ancak, her yılın özgün koşullarını ve işletmelere özgü faktörleri dikkate almak önemlidir, bu nedenle her yılın sonuçları ayrı ayrı değerlendirilmelidir.

Faaliyet oranlarını incelediğimizde; Alacak devir hızı (ADH) verilerine göre Koza Altın, Koza Madencilik ve İpek Doğal Enerji gibi firmalar alacaklarını hızlı bir şekilde tahsil ederek etkin bir alacak yönetimi uyguluyorlar. Ancak, Altınyâğ Madencilik ve Enerji'nin alacak devir hızı daha düşük, dolayısıyla alacak tahsilat süresi (ATS) daha uzun bir süreye işaret ediyor. Stok devir

hızı (SDH) açısından ise Altındağ Madencilik ve Enerji, sektörde stoklarını en etkin kullanan firma olarak öne çıkıyor. Ancak, Park Elektrik ve Madencilik işletmesinin stok devir hızı daha düşük, bu da stokların daha uzun sürelerle elde tutulduğunu gösteriyor. Duran varlık devir hızı (DVDH) ve aktif devir hızı (ADH) verilerine bakıldığında, İpek Doğal Enerji'nin bu iki oranda da sektör ortalamalarının üzerinde olduğu görülüyor. Genel olarak, bu analizler işletmelerin varlık yönetimi performanslarını değerlendirirken, her yılın özgün koşullarını ve işletmelere özgü faktörleri göz önünde bulundurmaya gerektirir. Ancak, Koza Altın gibi firmaların alacak yönetimi konusunda etkin oldukları ve İpek Doğal Enerji gibi işletmelerin varlık yönetiminde güçlü oldukları sonucuna varabiliriz.

Kârlılık oranlarına dayalı olarak yapılan beş yıllık analiz, işletmelerin performanslarını değerlendirmemize önemli bilgiler sunmaktadır. Genel olarak, Koza Altın işletmesi brüt kâr marjı, net kâr marjı, özsermaye kârlılığı, iktisadi kârlılık ve aktif kârlılık oranlarının çoğunda sektördeki en iyi performansı göstermektedir. Bu, işletmenin kârlılık açısından güçlü bir konumda olduğunu göstermektedir. Öte yandan, Altınyaz Madencilik ve Enerji işletmesi, kârlılık oranlarının çoğunda zayıf bir performans sergilemektedir ve özellikle net kâr marjı ve özsermaye kârlılığı açısından sıkıntılı bir dönem geçirmektedir. Diğer işletmeler ise belirli kârlılık oranlarında sektör ortalamalarının üzerinde veya altında performans göstermektedirler. Bu analiz, işletmelerin mali sağlıklarını değerlendirmede ve gelecekteki finansal performanslarını tahmin etmede önemli bir rehber sağlamaktadır. İşletmelerin kârlılık oranlarını iyileştirmeye odaklanmaları ve zayıf performans gösteren alanlarda düzeltmeler yapmaları gerekebilir.

Önermeler

Koza Altın, beş yıllık dönem boyunca likidite oranlarında istikrarlı bir şekilde en yüksek performansı gösterdi. Diğer işletmelerin Koza Altın'ın bu başarısından öğrenebileceği likidite yönetimi stratejileri ve en iyi uygulamaları araştırılmalıdır. Altınyaz Madencilik ve Enerji, aynı dönem boyunca likidite oranlarında en düşük performansı sergilediği görülmektedir. Bu işletme, likidite yönetimini geliştirmek ve özellikle alacak tahsilat sürelerini kısaltmak için adımlar atmaları gerekebilir. İpek Doğal Enerji, Koza Madencilik ve Koza Altın gibi işletmeler, likidite yönetimi konusunda başarılı oldular. Bu işletmelerin izlediği stratejileri incelemek ve diğer işletmelere örnek olabilecek uygulamaları belirlemek önemlidir. Koza Altın gibi işletmeler, borçlanma düzeyini düşük tutarak finansal sağlıklarını korumuşlardır. Diğer işletmeler, finansal yapılarını iyileştirmek için borç azaltma veya öz kaynak artırma gibi stratejileri gözden geçirmelidir. İşletmeler, alacak devir hızı, stok devir hızı, duran varlık devir hızı ve aktif devir hızı gibi varlık yönetimi oranlarını incelemelidir. Bu oranları iyileştirmek için varlık yönetimi süreçlerini optimize etmeye yönelik adımlar atılmalıdır. Her işletmenin özgün koşulları ve sektör dinamikleri farklıdır. Bu nedenle, her işletmenin bu sonuçları kendi özel durumlarına göre değerlendirmesi ve stratejilerini buna göre belirlemesi önemlidir. Bu önermeler, işletmelerin mali sağlıklarını ve likidite yönetimlerini geliştirmelerine yardımcı olabilir.

KAYNAKLAR

- Bayraktar, B. , Uyuşuğil, H. & Konuk, A. (2018). Türkiye Madencilik Sektöründe İş Kazalarının İstatistiksel Analizi . Scientific Mining Journal , , 85-90 . DOI: 10.30797/madencilik.493212
- Çondur, F. & Evlimoğlu, U. (2007). Türkiye’de Madencilik Sektörünün Girdi-Çıktı Analizi Yöntemiyle İncelenmesi . Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , 9 (18) , 25-41 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/manassosyal/issue/49947/640062>
- Çeştepe, H. & Koç Yıldız, S. (2022). Türkiye Madencilik Sektörünün Rekabet Gücü Üzerine Ampirik Bir İnceleme . Econder International Academic Journal , 6 (2) , 235-249 . DOI: 10.35342/econder.1213173
- KAP, (2023). Kamuyu Aydınlatma Platformu, Erişim Adresi: <https://www.kap.org.tr/tr/> Erişim Tarihi: 15.08.2023
- Madencilik Sektör Raporu (2012) http://www.oran.org.tr/materyaller/Editor/document/Planlama-Birimi/Madencilik_Sektor_Raporu.pdf
- Madencilik ve Taş Ocakçılığı Sektörü İşgücü Piyasası Raporu (2020) Türkiye İş Kurumu, <https://media.iskur.gov.tr/45216/madencilik-ve-tas-ocakligi-sektoru.pdf>
- Tamzok,N. (2014). Küresel Politikalar Ve Türkiye Madencilik Sektörü. Türkiye 14, Kontur Kongresi Bildiriler Kitabı , 359-370
- Tamzok,N. (2005). Türkiye Madencilik Sektöründe Yapısal Dönüşüm ve Sonuçları. Türkiye 19. Uluslararası Madencilik Kongresi ve Fuarı , 5-20
- TCMB, (2023). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Reel Sektör İstatistikleri, Erişim Adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+Bilancolari/Sektor+Bilanco+Verileri/> Erişim Tarihi: 16.08.2023
- Trademap, (2021). Trade Statistics for International Business Development. Erişim Adresi: <https://www.trademap.org/Index.aspx> Erişim Tarihi: 15.08.2023
- TÜİK, (2021). Türkiye İstatistik Kurumu Veri Portalı. Erişim Adresi: <https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=sanayi-114&dil=1> Erişim Tarihi: 16.08.2023

Oteller ve Lokantalar Sektörü Finansal Analizi

Emre Arslan¹

Özet

Rekabetin giderek arttığı iş dünyasında, işletmeler başarılı bir şekilde faaliyet gösterebilmek ve sürdürülebilir bir rekabet avantajı elde edebilmek için mali tablolarını düzenli olarak incelemekte ve analiz etmektedirler. Bu incelemeler, hem geçmiş dönemin performansını değerlendirmek hem de geleceğe dönük stratejilerini belirlemek için kritik bir rol oynamaktadır. İşletmelerin finansal sağlıklarını, likidite durumlarını, mali yapılarını ve karlılıklarını anlamak için bir dizi analiz yöntemi kullanırlar. Bu yöntemlerden biri olan oran analizi, işletmelerin finansal performansını derinlemesine inceleyerek kritik bilgiler sunar. Finansal analiz, günümüz işletmeleri için büyük bir öneme sahiptir. İşletmelerin finansal durumlarını ve geleceğe yönelik planlarını oluştururken kullanılan bir araçtır. Oran analizi, işletmelerin finansal sağlığını ve mali yönden güçlü ve zayıf yönlerini anlamalarına yardımcı olur. Likidite, karlılık, verimlilik ve finansal istikrar gibi kritik alanlardaki performansı değerlendirir. Bu bağlamda, bu çalışma, oran analizi yöntemini kullanarak konaklama sektöründeki işletmelerin 2018-2022 dönemi mali tablo verilerini ayrıntılı bir şekilde incelemektedir. Bu mali tablolar, Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) ve FINNET 2000 gibi güvenilir kaynaklardan elde edilmiştir. Oranlar, işletmelerin finansal durumunu ve performansını değerlendirmek amacıyla sektör ortalamaları ile karşılaştırılmış ve işletmelerin güçlü ve zayıf yönleri analiz edilmiştir. Bu analiz, işletmelerin gelecekteki stratejilerini belirleme ve finansal performanslarını geliştirme süreçlerine ışık tutmaktadır. İşletmeler için hayati bir öneme sahip olan finansal analiz, sağlam bir temel oluşturarak sürdürülebilir büyümeyi destekler.

1. Giriş

İşletmeler, günümüzde artan rekabet koşullarında finansal verileri ayrıntılı bir şekilde incelemeli ve geçmiş verileri analiz ederek stratejilerini belirlemelidirler. Bu planlama sürecinde muhasebe bilgi sisteminden elde edilen veriler büyük öneme sahiptir. İşletmeler, bilanço ve gelir tablosu gibi temel mali tabloların incelenmesiyle oran analizi yaparak finansal durumlarını değerlendirebilirler. Bu analiz, işletmelere sektördeki güçlü ve zayıf yönlerini anlama konusunda yardımcı olur.

Temel mali tablolar, bir işletmenin mali durumunu ve mali değişiklikleri açıklayan önemli araçlardır. Bu tablolardaki verilerin analitik yöntemlerle incelenmesi, işletme hakkında daha anlamlı ve kullanışlı sonuçlara ulaşmamıza yardımcı olur. Bu analitik uygulamalar, mali analiz sürecinin bir parçasını oluşturur. Mali tablo analizi, işletmenin finansal bilgilerinin belirli teknikler kullanılarak ayrıntılı bir şekilde incelenmesini, raporlanmasını ve bu raporların yorumlanarak işletme hakkında bir değerlendirme yapılmasını içeren bir süreçtir. Bu süreç, işletmenin mali sağlığını, likidite durumunu, karlılığını ve diğer finansal göstergelerini anlama

1 Öğr. Gör., Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Gemerek Meslek Yüksekokulu Finans-Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, earslan@cumhuriyet.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-1035-0050

ve değerlendirme amacı taşır. Bu sayede işletme yöneticileri, yatırımcılar ve diğer ilgili taraflar, işletmenin performansı hakkında bilinçli kararlar alabilirler.

Bu çalışmanın amacı, turizm sektörünün alt sektörlerinden biri olan konaklama sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2018-2022 yılları için finansal tablolarını oran analizi yöntemiyle değerlendirmektir. Çalışma, öncelikle konaklama sektörü hakkında genel bilgiler sunarak başlamakta ve ardından oran analizi yönteminde kullanılan oranlara açıklık getirmektedir. Daha sonra, oran analizi sonuçlarına ilişkin bulgular sunulmakta ve çalışma sonuçlarıyla bir değerlendirme yapılmaktadır.

2. Türkiye’de ve Dünyada Konaklama Sektörü

2.1. Turizm Sektörünün Tanımı ve Sınıflandırılması

Bu bölümde öncelikle turizm ve turist kavramı açıklandıktan sonra turizm sektörünün sınıflandırması ve turizm sektörünün ekonomik etkileri ve önemi üzerinde durulacaktır.

2.1.1. Turizm ve Turist Kavramı

Turizm hareketi, 20. yüzyılda insanların yer değiştirme eğilimi gibi görünse de aslında insanlık tarihinde kökleri derinlere uzanan bir olgudur. Günümüzde birçok insan, farklı sebeplerle yaşadıkları yerleri kısa süreli seyahatlerle terk edip başka yerlere gitmektedir. Turizmin merkezinde insan vardır ve turistleri etkileyen dinamikler, bu olgunun şekillenmesinde önemli bir rol oynar. Turist, ticari amaç gütmeyen belirli bir süre boyunca yer değiştirme amacı güden ve genellikle keşfetme ve gözleme gibi hedeflerle seyahat eden kişidir. (“Zonguldak Karabük ve Bartın İlleri Turizm Sektörünü Analizi Raporu”, t.y.).

2.1.2. Turizm Sektörünün Sınıflandırılması

Bir ekonomide sektörler genellikle tarım, sanayi ve hizmetler olarak üç ana kategoride incelenir. Gelişmiş ülkelerde, hizmetler sektörünün bu ekonomiler içinde büyük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Turizm sektörü, bu hizmetler sektörünün bir parçası olarak kabul edilir ve içinde altı farklı endüstriyi barındırır. Alt endüstrileri kısaca aşağıdaki gibi açıklayabiliriz (“Zonguldak Karabük ve Bartın İlleri Turizm Sektörünü Analizi Raporu”, t.y.)

- **Konaklama endüstrisi**, turistlerin konaklama ihtiyaçlarını karşılayan her türlü konaklama işletmesini kapsayan endüstridir. Bu endüstri içerisinde turizm işletme belgeli tesisler (1-5 yıldızlı oteller, özel belgeli tesisler) ve belediye belgeli tesisler olmak üzere her türlü otel, motel, tatil köyü, apart otel, pansiyon, kamping v.b. işletmeler yer alır.
- **Seyahat endüstrisi**, turistik ürünün oluşturulması ve dağıtılmasında yer alan turizmin aracı işletmelerini kapsamaktadır. Seyahat acentaları, tur operatörleri ve tur toptancıları gibi işletmelerden oluşmaktadır. Bu işletmeler paket turları hazırlarlar ve satışını gerçekleştirirler.
- **Ulaştırma endüstrisi**, turistlerin sürekli yaşadıkları yerlerden turizm destinasyonlarına ulaşmalarını sağlayan havayolu, karayolu, demiryolu ve denizyolu işletmeleridir.
- **Yiyecek ve içecek endüstrisi**, turistlere yiyecek-içecek hizmeti sunan işletmeleri kapsamaktadır. Bu işletmeler restoran, bar, gece klübü, kafeterya v.b. gibi işletmelerdir.
- **Rekreasyon endüstrisi**, turistlerin eğlenmek ve hoş vakit geçirmek amacıyla katıldıkları etkinlikleri sunan her türlü casino, disko, bar, tiyatro, konser salonu, müze, sinema, sanat

galerisi, hayvanat bahçesi, parklar, eğlence merkezleri (Örneğin; Disneyland), atlı spor, golf, kayak, tenis vb. gibi işletmelerdir.

- **Hediyelik eşya endüstrisi**, turistlerin hatıra eşyası olarak satın aldığı ürünleri üreten ve satan her türlü işletmedir.

2.1.3. Turizm Sektörünün Ekonomik Etkileri ve Önemi

Turizm, birçok ülke ekonomisinde önemli bir rol oynar çünkü milli gelire katkı sağlar, döviz geliri elde edilmesini sağlar ve ödemeler dengesini dengelemeye yardımcı olur. Turizm, özellikle dışsatım kalemi olarak ödemeler dengesi üzerinde önemli etkilere sahiptir. Turizm gelirleri, özellikle dış finansman kaynaklarına ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler için büyük bir öneme sahiptir.

Turizmin ekonomik etkileri iki ana kategoride incelenir. İlk olarak, parasal ekonomik etkileri vardır. Bu etkiler şunları içerir: 1. Turizm Hareketlerinin Ödemeler Dengesine Katkısı: Turizm gelirleri, bir ülkenin ödemeler dengesine olumlu katkı sağlar. Turistlerin harcamaları, ülkeye döviz girişi olarak gelir ve ödemeler dengesini olumlu yönde etkiler. 2. Gelir Dağılımı ve Çarpan Etkisi: Turizm gelirleri, ekonomi içinde dağıldığında gelir etkisi yaratır. Bu, turizmin ekonomik büyümeye katkı sağladığı anlamına gelir. Turizm işletmeleri, personel ücretleri ve mal/hizmet alımları gibi harcamalar yapar, bu da ekonomide istihdamın artmasına ve kişisel gelirlerin yükselmesine katkı sağlar. Kişisel gelirlerin artması, tüketim harcamalarını artırarak ekonomide canlanmaya yol açabilir.

Turizmin ekonomik etkileri, hem ödemeler dengesine olumlu katkı sağlayarak döviz girişini artırırken hem de ekonomik büyümeyi destekleyerek istihdamı artırabilir. Bu nedenle turizm sektörü, birçok ülke için ekonomik bir öneme sahiptir. (“Muğla Bölgesi Turizm Sektörünün Uluslararası Rekabetçilik Analizi Raporu”, t.y.).

Turizmin ekonomik etkileri ikinci olarak reel ekonomik etkileri içerir ve bunlar dört ana başlık altında incelenir: 1. İstihdam Etkisi: Turizm sektörü, emek yoğun bir sektör olduğu için işsizlik sorununu çözmeye önemli bir araç olarak görülür. Turizm, birçok kişiye istihdam sağlayarak işsizlik sorununu hafifletebilir. 2. Diğer Sektörlere Etkisi: Turizm sektörü, tarım, gıda, içki, tekstil, giyim gibi sanayi sektörlerinin ürünlerini kullandığı için bu sektörler üzerinde önemli bir gelir kaynağı olabilir. 3. Altyapıya Etkisi: Turizm, turistlerin konaklama, ulaşım, eğlence gibi ihtiyaçlarını karşılamak için altyapı geliştirmeyi teşvik eder. Bu da altyapı sektörünün büyümesine katkı sağlar. 4. Devlet Gelirlerine Etkisi: Turizm gelirleri, devletlerin vergiler, harçlar ve resimler gibi gelirlerini artırır. Bu da devletlerin bütçelerine katkı sağlar. Özetle, turizm sektörü sadece ödemeler dengesine katkıda bulunmakla kalmaz, aynı zamanda istihdamı artırır, diğer sektörler gelir sağlar, altyapıyı geliştirir ve devlet gelirlerini artırır. Bu nedenle birçok ülke için ekonomik bir öneme sahiptir. (“Muğla Bölgesi Turizm Sektörünün Uluslararası Rekabetçilik Analizi Raporu”, t.y.).

2.2. Dünya Genelinde Turizm Sektörünün Durumu

Turizm endüstrisi, 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren dünya ekonomisinin en hızlı büyüyen sektörlerinden biri haline gelmiştir. Bu büyümeye, küreselleşmenin yükselişi önemli katkı sağlamıştır. Özellikle 1980'lerin sonlarından itibaren yaşanan mali liberalleşme akımları ve Doğu Avrupa ülkelerindeki siyasi rejimlerin liberalleşmesi, seyahat özgürlüğünün artmasına ve uluslararası turizmin hızla büyümesine yol açmıştır.

Turizmin bu hızlı büyümesinde ve artan rekabetinde, uluslararası düzeydeki temel değişiklikler belirleyici olmuştur. Özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda uluslararası turizmde rekabet önemli ölçüde artmıştır. 1990'lı yıllar, dünya turizminin sürekli büyüdüğü ancak rekabetin daha da yoğunlaştığı bir dönem olarak öne çıkmıştır. Bu dönemdeki değişiklikler, turizm endüstrisinin evrimsel bir dönüşümünü yansıtmış ve sektörün uluslararası boyutta daha rekabetçi hale gelmesine neden olmuştur. Bu süreç, turizm sektörünün küresel ekonominin önemli bir parçası haline gelmesini sağlamıştır. (*World Tourism Organisation*, t.y.).

2.3. Türkiye Turizm Sektörünün Genel Durumu

Turizm sektörü, son yıllarda Türkiye'deki ekonomik kalkınmanın önemli bir itici gücü haline gelmiştir. Bu sektörün ekonomik etkileri, özellikle gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ve dış ödemeler dengesi üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Türkiye'deki dış turizm gelirleri, GSYİH'nın yaklaşık %3'ünü oluşturmaktadır. Bu, turizmin Türkiye ekonomisindeki önemini gösteren önemli bir göstergedir. Dış turizm gelirleri, Türkiye'nin dış ticaret açıklarını kapatma konusunda da kritik bir rol oynamaktadır. Özellikle yüksek seviyede döviz geliri sağlaması nedeniyle dış turizm gelirleri, Türkiye'nin dış ticaret açığına olumlu katkı sağlamaktadır. Bu gelirler, Türkiye'nin dış ticaret dengesini dengeleme konusunda önemli bir araçtır ve ekonomik sürdürülebilirliğe katkıda bulunmaktadır.

3. Oteller ve Lokantalar – Konaklama Sektörü Mali Analizi

Dünyada ve Türkiye'de 2018-2022 yıllarında yaşanan olaylar bazı sektörleri olumsuz yönde etkilemiştir. Bu sektörler arasında yer alan turizm sektörünün önemli bir bölümünü konaklama işletmeleri oluşturmaktadır. Çalışmanın konusu; yaşanan olayların konaklama işletmelerinin finansal durumunu etkileyip etkilemediğini incelenmesidir. Çalışmanın amacı ise; konaklama işletmelerinin yıllar itibarı ile finansal durumlarındaki ve başarılarındaki olumlu ya da olumsuz değişimlerin tespit edilmesi ve etkinin değerlendirilmesidir.

Çalışma kapsamında örneklem olarak BİST, Lokantalar ve Oteller Sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin finansal durumlarındaki değişim incelenmiştir. Belirtilen sektörde yer alan konaklama işletmeleri dokuz adet iken finansal verilerine kesintisiz olarak ulaştığımız altı işletme olan AYCES, KSTUR, MAALT, MARTI, PKENT VE TEKTU ile analiz yapılmıştır. Bu altı şirkete ait 2018-2022 yıllarına ait finansal verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) resmi internet sitesinden ve FİNNET 2000 Plus bilgi portalından temin edilmiştir. Daha sonra bu veriler ile analize dâhil edilen altı işletmenin likidite, finansal yapı, faaliyet ve karlılık oranları hesaplanmıştır. Çalışmada işletmelerin finansal tabloları oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Karşılaştırmalarda kullanılan sektör ortalamaları Stockeys temel analiz platformundan alınmıştır. Çalışma kapsamında literatürdeki çalışmalar incelendikten sonra likidite oranları hesaplanırken; cari oran, likidite oranı ve nakit orandan, faaliyet oranları hesaplanırken; alacak devir hızı, alacakların tahsil süresi, stok devir hızı ve stok devir süresinden, mali yapı oranları hesaplanırken; yabancı kaynak oranı, yabancı kaynak vade yapısı oranı ve öz kaynak oranından, karlılık oranları hesaplanırken; brüt kar oranı, faaliyet karı oranı, net kar oranı ve öz kaynak karlılık oranlarından faydalanılmıştır.

Konaklama işletmelerinin 2018-2022 (son beş yıla) ait yukarıda verilen oranları Tablo 1, Tablo 2, Tablo 3 ve Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 2: Yıllar İtibarıyla İşletmelerin Faaliyet Oranları

ALACAK DEVİR HIZI										ALACAKLARIN TAHSİL SÜRESİ									
ŞİRKET	ORAN ANALİZİ SONUÇLARI					SEKTÖR ORTALAMALARI	ORAN ANALİZİ SONUÇLARI					SEKTÖR ORTALAMALARI							
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12		2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12		ORT.						
AYCES	13,32	15,45	10,37	21,53	24,24		27,40	23,62	35,20	16,96	15,06	23,65							
KSTUR	13,65	14,14	150,07	26,84	18,88		26,75	25,82	2,43	13,60	19,33	17,59							
MAALIT	31,30	36,33	69,66	56,14	80,97	7,12	11,66	10,05	5,24	6,50	4,51	7,59	76,11	71,82	111,30	67,84	74,15		
MARTI	3,66	9,08	6,03	6,89	3,20		99,81	40,19	60,57	52,98	114,03	73,52							
PKENT	3,23	2,74	0,99	5,37	9,30		113,04	133,35	367,68	67,94	39,25	144,25							
TEKTU	2,55	2,41	1,30	1,33	3,43		143,01	151,33	281,43	273,42	106,47	191,13							
STOK DEVİR HIZI																			
ŞİRKET	ORAN ANALİZİ SONUÇLARI					SEKTÖR ORTALAMALARI	ORAN ANALİZİ SONUÇLARI					SEKTÖR ORTALAMALARI							
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12		2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12		ORT.						
AYCES	47,32	46,41	47,13	49,20	49,77		7,61	7,76	7,64	7,32	7,23	7,51							
KSTUR	9,67	11,43	4,51	8,46	13,64		37,23	31,50	79,82	42,55	26,40	43,50							
MAALIT	277,73	333,40	451,57	571,46	527,23	44,55	1,30	1,08	0,80	0,63	0,68	0,90	18,67	10,85	44,12	13,86	14,98		
MARTI	14,78	18,87	19,17	22,65	14,38		24,36	19,08	18,78	15,89	25,03	20,63							
PKENT	45,20	29,85	20,48	30,96	23,09		7,96	16,07	21,52	8,69	13,17	13,48							
TEKTU	27,33	41,41	16,73	22,40	40,51		13,17	8,69	21,52	16,07	8,89	13,67							

3.1. Likidite Oranları

Konaklama sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin yıllara göre likidite oranlarının analiz sonuçları ve sektör ortalamaları Tablo 1’de sunulmuştur. Likidite oranları, bir şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğini ölçmek ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını belirlemede kullanılır (Gündoğdu, 2021, s. 76). Bu kategoriye dahil edilen oranlar arasında cari oran, likidite oranı ve nakit oranı bulunur. Sektör şirketleri için yapılan analiz yorumları aşağıda verilmiştir.

3.1.1. Cari Oran

Cari oran, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 204). Genel yaklaşımlar kuralına göre cari oranın 2 olması tatminkâr olarak kabul edilir, ancak gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmemiş olması, bankaların eğilimleri gibi nedenlerle işletmeler daha fazla kısa vadeli borç kullandığından oranın 1.5 olması yeterli olduğu kabul edilmektedir (Gücenme, 2000, s. 108). Cari oranın yüksek olması işletmenin borç ödeme gücünün de yüksek olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ancak oranın çok yüksek olması kredi verenlerin lehine olurken, işletme lehine kabul edilemez. Oranın yüksek olması işletmede atıl fon bulunduğuna, kaynakların etkin kullanılmadığına işaret eder (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 204).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran tüm yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5’un altındadır. Özellikle 2020 yılında cari oran diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin ilk 3 yılda son 2 yıla göre finansal anlamda daha fazla riskli bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının gerisinde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olmadığı şeklinde yorumlanabilir ancak işletmenin son 2 yılda cari oranda iyileşme olduğu göze çarpmaktadır.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran tüm yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5’un üstündedir. Özellikle 2021 yılında cari oran diğer yıllara göre daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin tüm yıllara göre finansal anlamda risksiz bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının üstünde kaldığı, şirketin bu anlamda risksiz bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Ancak yıllar itibariyle bakıldığında bir önceki yıla kadar yükselen cari oranın son yılda büyük bir düşüş göstermiştir. Bunun nedeni olarak son dönem itibariyle kısa vadeli borçlara ağırlık vermiş ve buna bağlı finansal riskini artırması gösterilebilir. Ayrıca yıllar itibariyle incelendiğinde cari oranın hem genel kabul gören oran hem de sektörel ortalamalar açısından çok yüksek olduğu görülmektedir. Oranın çok yüksek olması kredi verenlerin lehine olurken, işletme lehine kabul edilemez. Oranın yüksek olması işletmede atıl fon bulunduğuna, kaynakların etkin kullanılmadığına işaret eder.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran tüm yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5'un üstündedir. Özellikle 2020 yılında cari oran diğer yıllara göre daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin tüm yıllara göre finansal anlamda risksiz bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının üstünde kaldığı, şirketin bu anlamda risksiz bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Ancak yıllar itibariyle bakıldığında bir önceki yıla kadar yükselen cari oranın son yılda büyük bir düşüş göstermiştir. Bunun nedeni olarak son dönem itibariyle kısa vadeli borçlara ağırlık vermiş ve buna bağlı finansal riskini artırması gösterilebilir. Ayrıca yıllar itibariyle incelendiğinde cari oranın hem genel kabul gören oran hem de sektörel ortalamalar açısından çok yüksek olduğu görülmektedir. Oranın çok yüksek olması kredi verenlerin lehine olurken, işletme lehine kabul edilemez. Oranın yüksek olması işletmede atıl fon bulunduğu, kaynakların etkin kullanılmadığına işaret eder.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran tüm yıllarda, gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5'un altındadır. Özellikle 2019 yılında cari oran diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin tüm yıllara göre finansal anlamda riskli bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının gerisinde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olmadığı şeklinde yorumlanabilir ancak işletmenin son 2 yılda cari oranda iyileşme olduğu göze çarpmaktadır.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran ilk 3 yılda, gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5'un altında, son 2 yılda ise standart olarak kabul edilen 1,5'un üstündedir. Özellikle 2018 yılında cari oran diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşirken, 2022 yılında cari oran diğer yıllara göre daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin ilk 3 yılda finansal anlamda riskli ancak son 2 yılda ise risksiz bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında ilk dört yılda şirket verilerinin sektör ortalamalarının altında, son yılda ise şirket verilerinin sektör ortalamasının üstünde kaldığı, şirketin bu anlamda sadece son yıl itibariyle risksiz bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını son yıl itibariyle karşılamada bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren bu oran ilk 4 yılda gelişmekte olan ülkelerde standart olarak kabul gören 1,5'un altında, son yılda ise üstünde yer almıştır. Özellikle 2021 yılında cari oran diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşirken, 2022 yılında ise daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Genel olarak işletmenin ilk 4 yıla göre finansal

anlamda riskli, son yıla göre risksiz bir tablo çizdiği söylenebilir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının gerisinde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olmadığı şeklinde yorumlanabilir ancak işletmenin son yılında cari oranda iyileşme olduğu gözle çarpılmaktadır.

3.2. Likidite Oranı

Likidite oranı kaba bir oran olan cari oranı tamamlayan ve cari oranı daha anlamlı hale sokan bir orandır (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 204). Cari orana göre likiditeyi bir nebze daha sıkı bir şekilde irdeleyen likidite oranı, firmadaki stokların paraya çevrilememesi durumunda dahi kısa vadeli yabancı kaynakların karşılanıp karşılanmayacağını ortaya koymaktadır (Okay, 2021, s. 138). Stokları dönen varlıklardan ayırdığı için daha keskin bir orandır. Oranın 1 olması işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarının tamamını nakit ve kısa sürede nakde dönüştürülmesi mümkün olan iktisadi kıymetler ile ödeyebileceğini gösterir. Oran 1'in altına düştüğü takdirde borç ödeme gücü açısından bir zayıflamanın söz konusu olduğunu söylemek mümkündür (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 205). Diğer bir ifadeyle 1'in altına düşmesi tehlike işareti olarak kabul edilmektedir (Koç Yalkın, 1981, s. 107).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

İlk 4 yıl likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in altındadır. Son yılda ise likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in üstündedir. Son yıl itibarıyla işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmeyeceğini göstermektedir. Ancak sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının gerisinde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Tüm yıllar itibarıyla likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in üstündedir. Bu yapı itibarıyla işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmeyeceğini göstermektedir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının üstünde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilemediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir. Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Tüm yıllar itibarıyla likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in üstündedir. Bu işletmede likidite oranı oldukça yüksektir. Bu yapı itibarıyla işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmeyeceğini göstermektedir. Sektör

ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının üstünde kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilemediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Tüm yıllar itibariyle likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in altındadır. Bu işletmede likidite oranı oldukça düşüktür. Bu yapı itibariyle işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekeceğini göstermektedir. Sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında yılların tamamında şirket verilerinin sektör ortalamalarının altında kaldığı, şirketin bu anlamda da riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yetersiz olduğu şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

2018 ve 2020 yılları itibariyle likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in altında 2019, 2021 ve 2022 yılları itibariyle kabul edilebilir oran olan 1'in üstündedir. Bu işletmede likidite oranı yıllar bazında dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu yapı itibariyle 2019, 2021 ve 2022 yıllarında işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmeyeceğini göstermektedir. Ancak sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında ilk 4 yılda şirket verilerinin sektör ortalamalarının altında kaldığı, şirketin bu anlamda riskli, son yıl bazında ise risksiz bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada şirket verileri ve sektör ortalamaları birlikte değerlendirildiğinde son yıl bazında bir sorunla karşılaşmayacağı söylenebilir Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yeterli olduğu şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

2019,2020 ve 2021 yılları itibariyle likit oran genel kabul edilebilir oran olan 1'in altında 2018 ve 2022 yılları itibariyle kabul edilebilir oran olan 1'in üstündedir. Bu işletmede likidite oranı yıllar bazında dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu yapı itibariyle 2018 ve 2022 yıllarında işletmenin stoklarını satışa çevirememesi durumunda dahi kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmeyeceğini göstermektedir. Ancak sektör ortalamaları ile şirket verileri karşılaştırıldığında tüm yıllarda şirket verilerinin sektör ortalamalarının altında kaldığı, şirketin bu anlamda riskli bir görünüm sergilediği söylenebilir. Bu oran çerçevesinde işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada bir sorunla karşılaşacağı söylenebilir Bu durum işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün yetersiz olduğu şeklinde yorumlanabilir. Oranın, cari oran değerine yakın çıkması, dönen varlıklar içinde stokların fazla bir ağırlığa sahip olmadığını göstermektedir. Genellikle sektörün bu kadar yüksek bir likidite ile çalışması hizmet ve perakende sektörlerinde görülür.

3.3. Nakit Oran

Likiditeyi en derinlemesine gözlemleyen nakit oran, firmalarda hem stokların paraya çevrilememesi hem de alacakların tahsil edilememesi durumunda firmanın likiditesini göstermektedir (Okay, 2021, s. 139). Stoklar yanında alacakları da dönen varlıklardan ayırdığı için likidite oranından da keskin bir oran olan nakit oranın 0,20 olması genellikle yeterli kabul edilir. Oranın 1 olması işletmenin tüm kısa vadeli yabancı kaynaklarını para ve para benzeri iktisadi kıymetlerle ödeyebileceğini gösterir. Ancak oranın bu kadar yüksek olması, işletmenin elinde gereğinden daha fazla nakit bulundurduğunu gösterir ki bu da işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkiler (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 206).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin 2018 ve 2020 yılları dışında genel kabul görmüş standartların üzerindeki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yeterli bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit oranının genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının gerisinde kalması finansal anlamda riskli bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin genel kabul görmüş standartların üzerindeki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yeterli bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit oranının genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının üstünde kalması finansal anlamda risksiz bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin genel kabul görmüş standartların üzerindeki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yeterli bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit oranının genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının üstünde kalması finansal anlamda risksiz bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin genel kabul görmüş standartların altındaki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yetersiz bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit

oranın genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının gerisinde kalması finansal anlamda riskli bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin genel kabul görmüş standartların altındaki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yetersiz bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit oranının genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının gerisinde kalması finansal anlamda riskli bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Nakit oranının gelişimi beş yıl boyunca bir önceki yıla göre dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Nakit oranının genel ortalama olan 0,20'nin altına düşmemesi istenmektedir. Yıllar itibariyle şirketin genel kabul görmüş standartların altındaki nakit oran seviyesi, onun stok ve alacaklarını eritemese bile yetersiz bir likidite ile faaliyetlerine devam ettiğini göstermektedir. Ancak nakit oranının genel standardı 0,20 olmakla birlikte sektör ortalaması ile de karşılaştırılarak yorum yapılması gerekmektedir. Sektör ortalamaları, arzu edilen düzeyin üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak şirketin nakit oranlarının sektör ortalamalarının gerisinde kalması finansal anlamda riskli bir görünüm sergilediği şeklinde yorumlanabilir.

3.2. Faaliyet Oranları

Konaklama sektöründe yer alan şirketlerin yıllar itibariyle faaliyet oranlarının analiz sonuçları ve sektör ortalamaları Tablo 2'de yer almaktadır. Faaliyet oranları, işletmenin varlıklarını verimli kullanıp kullanmadığını ölçmede kullanılan oranlardır (Gündoğdu, 2021, s. 81). Bu oranlar aktiflerin işletme faaliyetlerinde kullanılmaları sırasında etkinlik derecesini ölçen oranlardır. Faaliyet oranları, genellikle bir endüstri kolu içindeki işletmeleri karşılaştırmak için kullanılır. Devir hızı oranları olarak da ifade edilen faaliyet oranlarının yüksek olması işletme lehine yorumlanır. Bunların en çok kullanılanları; alacak devir hızı, alacakların tahsil süresi, stok devir hızı ve stok devir süresidir. Sektör şirketleri bazında yapılan analiz yorumları aşağıda yer almaktadır.

3.2.1. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi:

Alacak devir hızı oranı, kredili satışlardan doğan alacakların bir yıl içinde kaç kez tahsil edildiğini ve dolayısıyla alacakların tahsil kabiliyeti ve likiditesini gösterir. Hesaplama yapılırken eğer kredili satışlar rakamı elde edilemiyorsa oran, net satışlar rakamı ile de hesaplanabilir (Güçenme, 2000, s. 113). Alacak devir hızı işletmenin likidite durumuna yön veren tamamlayıcı bir orandır (Akdoğan ve Tenker, 2007, s. 382). Bu oran, işletmenin alacaklarının paraya dönüşüm çabukluğunu yani likiditesini gösterir. Oranın büyümesi alacak devir hızının arttığını (yani vadelerin kıaldığını), küçülmesi ise devir hızının düştüğünü (yani vadelerin uzadığını) gösterir. Alacak devir hızı arttıkça alacakların likidite değeri artar (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 217). Orandaki artış daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve artış

işletme lehine yorumlanır (Gücenme, 2000, s. 113). Alacakların Ortalama Tahsil Süresi Oranı, bir işletmede stokların ne kadar süratle paraya çevrildiğini gösterir. Firmalar yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler (Okay, 2021, s. 141). Buna karşılık ticari alacak devir hızının olağandışı yüksek, ortalama tahsil süresinin de normalden çok kısa olması firmaların sıkı alacak ve tahsilat politikaları uyguladığını göstermektedir. Bu durum, firmaların mevcut müşteri kitlesi ve Pazar payını kaybetmesine neden olabilir (Okay, 2021, s. 142). Ortalama tahsilat süresinin büyük işletmeler için 30 gün olarak kabul edilmektedir (Koç Yalkın, 1981, s. 112).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde yükseliş göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha fazla “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Bu durum daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve artış işletme lehine yorumlanır. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi düşüş göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını normalden daha kısa sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık AYCES işletmesinde olduğu gibi alacak devir hızının sektör ortalaması bazında yüksek, tahsil süresinin de genel yaklaşımlar kuramına göre kabul edilen 30 gün ortalamasına göre çok kısa olması işletmenin sıkı alacak ve tahsilat politikası uyguladığını göstermektedir. Bu durum, firmaların mevcut müşteri kitlesi ve Pazar payını kaybetmesine neden olabilir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde düşüş göstermiş ve son iki yılda ise üçüncü yıla göre düşüş göstermiştir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin son iki yılda düşüş göstermesine rağmen sektör ortalamalarından çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha fazla “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Bu durum daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve artış işletme lehine yorumlanır. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi düşüş göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını normalden çok daha kısa sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık KSTUR işletmesinde olduğu gibi alacak devir hızının sektör ortalaması bazında yüksek, tahsil süresinin de genel yaklaşımlar kuramına göre kabul edilen 30 gün ortalamasına göre çok kısa olması işletmenin sıkı alacak ve tahsilat politikası

uyguladığını göstermektedir. Bu durum, firmaların mevcut müşteri kitlesi ve Pazar payını kaybetmesine neden olabilir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde yükseliş göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha fazla “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Bu durum daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığını gösterir ve artış işletme lehine yorumlanır. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi düşüş göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını normalden daha kısa sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık MAALT işletmesinde olduğu gibi alacak devir hızının sektör ortalaması bazında yüksek, tahsil süresinin de genel yaklaşımlar kuramına göre kabul edilen 30 gün ortalamasına göre çok kısa olması işletmenin sıkı alacak ve tahsilat politikası uyguladığını göstermektedir. Bu durum, firmaların mevcut müşteri kitlesi ve Pazar payını kaybetmesine neden olabilir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde ilk iki yıl yükseliş gösterirken, son üç yılda düşüş göstermiştir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi incelendiğinde yükseliş yönünde dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından 2019, 2020 ve 2021 yıllarında düşük olduğu, 2018 ve 2022 yıllarında ise yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını normalden uzun sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumsuzdur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık MARTI işletmesinde olduğu alacak devir hızının düşüş seyrine girmesi, alacakların ortalama tahsil süresinin uzaması anlamına gelmektedir. Tahsilatların gecikmesi nedeniyle şirketin gelecekte sıkıntı yaşayabileceği söylenebilir. Tahsilat vadelerinin uzaması satış zorluklarından kaynaklanabilir. Bu durumda şirketin daha fazla peşin satışa yönelmesi ya da tahsilat politikalarında daha sıkı bir rejime girmesi beklenebilir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde ilk üç yıl düşüş göstermiş, son iki yılda ise yükseliş göstermiştir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok düşük olduğu ve yükselişin fazla etkili olmadığı

görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi ilk üç yıl yükseliş gösterirken, son iki yılda düşüş eğilimi göstermektedir. Son iki yıl açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından ilk dört yılda çok yüksek son yılda ise düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını son yıl hariç normalden çok daha uzun sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumsuzdur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık PKENT işletmesinde olduğu alacak devir hızının düşüş seyrine girmesi, alacakların ortalama tahsil süresinin uzaması anlamına gelmektedir. Tahsilatların gecikmesi nedeniyle şirketin gelecekte sıkıntı yaşayabileceği söylenebilir. Tahsilat vadelerinin uzaması satış zorluklarından kaynaklanabilir. Bu durumda şirketin daha fazla peşin satışa yönelmesi ya da tahsilat politikalarında daha sıkı bir rejime girmesi beklenebilir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin alacak devir hızı oranı yıllar bazında incelendiğinde ilk üç yıl düşüş göstermiş, son iki yılda ise yükseliş göstermiştir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok düşük olduğu ve yükselişin fazla etkili olmadığı görülmektedir. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” alacaklarını tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da ortalama tahsilat süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında alacakların tahsil süresi ilk üç yıl yükseliş gösterirken, son iki yılda düşüş eğilimi göstermektedir. Son iki yıl açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre alacaklarını normalden çok daha uzun sürede tahsil etmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Alacak Devir Hızı ve Alacakların Ortalama Tahsil Süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumsuzdur. Firmalar genellikle yüksek ticari alacak devir hızlarını ve kısa tahsilat sürelerini tercih ederler. Buna karşılık TEKTU işletmesinde olduğu alacak devir hızının düşüş seyrine girmesi, alacakların ortalama tahsil süresinin uzaması anlamına gelmektedir. Tahsilatların gecikmesi nedeniyle şirketin gelecekte sıkıntı yaşayabileceği söylenebilir. Tahsilat vadelerinin uzaması satış zorluklarından kaynaklanabilir. Bu durumda şirketin daha fazla peşin satışa yönelmesi ya da tahsilat politikalarında daha sıkı bir rejime girmesi beklenebilir.

3.2.2. Stok Devir Hızı ve Stok Devir Süresi:

Stok devir hızı, karların gerçekleştirilmesinde önemli rol oynar. Bu nedenle stok devir hızının etkili bir şekilde kontrolü, işletmenin başarısı bakımından temel bir fonksiyona sahiptir (Koç Yalın, 1981, s. 113). Stok devir hızı bir birim stoka karşılık gelen satış maliyetini ve aynı zamanda stokların bir yılda kaç kez döndürüldüğünü gösterir (Okay, 2021, s. 140). Stok devir hızı oranı, stokların bir yıl içinde kaç kez satılıp paraya çevrildiğini gösterir. Stok devir hızının yüksek olması, daha az sermayenin stoklara yatırıldığını ifade eder (Gücenme, 2000, s. 114). Stok devir süresi oranı, stokların bir yıl içerisinde kaç günde bir eridiğini gösterir. Stok devir süresi ne kadar kısa olursa o kadar iyidir (Gündoğdu, 2021, s. 193). Firmalar stoklarını

olabildiğince çabuk satışa yönlendirmek ister ve bu nedenle yüksek stok devir hızı ve kısa stok devir süresi tercih edilir. Bununla beraber stok devir hızının aşırı yüksek, stok devir süresinin de aşırı kısa olması da çok istenen bir durum değildir (Okay, 2021, s. 140). Stok devir hızı oranı için norm bir oran olmamakla beraber büyük işletmelerde 8 olmasının uygun olacağı belirtilmektedir (Koç Yalkın, 1981, s. 113).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin son beş yıl itibarıyla stok devir hızı yükselme eğilimi görülmektedir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verileri 2018 yılı hariç diğer yılların tamamında sektör ortalamalarından düşük kalmıştır. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” stoklarını eritmiştir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da stok devir süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında stokların devir süresi az bir yükseliş göstermektedir. Şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre stoklarını normalden çok daha kısa sürede eritmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Stok devir hızı ve stok devir süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Yıllar itibarıyla gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması firmalarca tercih edilir. Stok devir hızının büyüme seyrine girmesi, stok devir süresinin azalması anlamına gelmektedir. Stok devir hızının yükselmesi oransal anlamda stoklara daha az fon bağlanmasını gerektirir. Bu durum işletme açısından olumlu değerlendirilir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin son beş yıl itibarıyla stok devir hızı gelişme göstermiştir. Stok devir hızı büyüme seyrine girmiştir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verileri yılların tamamında sektör ortalamalarının altında kalmıştır. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” stoklarını eritmiştir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da stok devir süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında stokların devir süresi ilk üç yıl yükseliş, son iki yılda ise düşüş göstermiştir. Ancak şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre stoklarını normalden çok daha uzun sürede eritmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızı ve stok devir süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Kendi içinde yıllar itibarıyla gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması firmalarca tercih edilir. Stok devir hızının büyüme seyrine girmesi, stok devir süresinin azalması anlamına gelmektedir. Stok devir hızının yükselmesi oransal anlamda stoklara daha az fon bağlanmasını gerektirir. Bu durum işletme açısından olumlu değerlendirilir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin son beş yıl itibarıyla stok devir hızı çok yükselmiştir. Stok devir hızı büyüme seyrine girmiştir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verileri yılların tamamında sektör ortalamalarının üstünde kalmıştır. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha fazla “kez” stoklarını eritmiştir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Stok devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da stok devir süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında stokların devir süresi tüm yıllarda düşüş göstermiştir. Şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından düşük olduğu görülmektedir.

Buna göre şirket, sektöre göre stoklarını normalden çok daha kısa sürede eritmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Stok devir hızı ve stok devir süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Kendi içinde yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması firmalarca tercih edilir. Stok devir hızının büyüme seyrine girmesi, stok devir süresinin azalması anlamına gelmektedir. Stok devir hızının yükselmesi oransal anlamda stoklara daha az fon bağlanmasını gerektirir. Bu durum işletme açısından olumlu değerlendirilir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin son beş yıl itibariyle stok devir hızı gelişme göstermiştir. Stok devir hızı büyüme seyrine girmiştir. Ancak sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verileri yılların tamamında sektör ortalamalarının altında kalmıştır. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” stoklarını eritmiştir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da stok devir süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında stokların devir süresi yıllar dikkate alındığında düşüş göstermiştir. Ancak şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından 2020 yılı hariç diğer yıllar açısından yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre stoklarını normalden çok daha uzun sürede eritmektedir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızı ve stok devir süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Kendi içinde yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması firmalarca tercih edilir. Stok devir hızının büyüme seyrine girmesi, stok devir süresinin azalması anlamına gelmektedir. Stok devir hızının yükselmesi oransal anlamda stoklara daha az fon bağlanmasını gerektirir. Bu durum işletme açısından olumlu değerlendirilir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin son beş yıl itibariyle stok devir hızı düşme seyrine girmiştir. Sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verileri yılların tamamında sektör ortalamalarının altında kalmıştır. Buna göre şirket, sektör ortalamasından çok daha az “kez” stoklarını eritmiştir. Bu finansal açıdan kötü bir durumdur. Stok devir hızını anlamlı kılan bir diğer oran da stok devir süresi oranıdır. İnceleme kapsamındaki yıllar dikkate alındığında stokların devir süresi yıllar dikkate alındığında düşüş göstermiştir. Şirket verileri sektör ortalaması ile birlikte değerlendirildiğinde şirket verilerinin sektör ortalamalarından 2021 yılı hariç diğer yıllarda düşük olduğu görülmektedir. Buna göre şirket, sektöre göre stoklarını normalden çok daha kısa sürede eritmektedir. Bu finansal açıdan iyi bir durumdur. Stok devir hızı ve stok devir süresi aynı sonuca farklı açılardan bakan iki kavramdır. Kendi içinde yıllar itibariyle gösterdikleri gelişme işletme bakımından olumludur. Stok devir hızının yüksek, yani stok devir süresinin düşük olması firmalarca tercih edilir. Stok devir hızının büyüme seyrine girmesi, stok devir süresinin azalması anlamına gelmektedir. Stok devir hızının yükselmesi oransal anlamda stoklara daha az fon bağlanmasını gerektirir. Bu durum işletme açısından olumlu değerlendirilir.

3.3. Mali Yapı Oranları

Konaklama sektöründe yer alan şirketlerin yıllar itibariyle mali yapı oranlarının analiz sonuçları ve sektör ortalamaları Tablo 3’de yer almaktadır. Mali yapı oranları, işletmenin kaynaklarının dağılımını ve uzun vadedeki borçlarının yapısını incelemek için kullanılır (Gündoğdu, 2021, s. 78). Bu rasyolara kaldıraç rasyoları da denmektedir. Bu rasyolar işletmenin finansmanında

kullanılan yabancı kaynakların oranını gösterirler (Koç Yalkın, 1981, s. 109). Yabancı kaynaklar ile öz kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösteren bu oranlar işletmenin olumlu bir şekilde finanse edilip edilmediğini gösterir. Mali oranlar, işletme zarar etse de işletmenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini konusunda ipuçları verir (Gücenme, 2000, s. 110). Ayrıca bu oranlar işletmenin faaliyetlerini zararlar kapatması durumunda yabancı kaynaklarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceği hususunda önemli bilgiler vermektedir. Bunların en çok kullanılanları; yabancı kaynak oranı ve yabancı kaynak vade yapısı oranı'dır. Sektör şirketleri bazında yapılan analiz yorumları aşağıda yer almaktadır.

3.3.1. Yabancı Kaynak Oranı

Firmalarda yatırımların ne oranda borçla finanse edildiğini gösterir (Okay, 2021, s. 146). Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu oran, işletmenin aktiflerinin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 208). Gelişmiş ülkelerde oranın %50'nin üzerine yükselmesi tehlike işareti olarak yorumlanır. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde, özsermaye sağlanmasındaki güçlükler nedeniyle oran genellikle %60'dan daha yüksektir (Gücenme, 2000, s. 111) (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 209). Bu oranın yüksek olması işletmenin çok borçlandığını gösterir. İşletmeye borç verecek olan bankalar ve diğer aktörler borçlanma oranının düşük olmasını isterler (Gündoğdu, 2021, s. 78). Oranın yüksek olması işletmenin riskli bir şekilde finanse edildiğini gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 208). Ayrıca oranın yüksek olması, kredi verenler açısından emniyet marjının dar olduğunu, işletmenin faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir (Gücenme, 2000, s. 110).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibarıyla borç seviyesinin düştüğü görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının altında seyir izlemiştir. Yabancı kaynak kullanım oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olduğu ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunduğu söylenebilir. Hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibarıyla 2020 yılı haricinde borç seviyesinin düştüğü görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının altında seyir izlemiştir. 2020 yılı itibarıyla %21 ile bir önceki yıla göre %16 arttırdığı görülmektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde bu oranın fazla olduğu söylenemez. Yabancı kaynak kullanım oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olduğu ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunduğu söylenebilir. Hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibariyle 2018 haricinde borç seviyesinin düştüğü görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının altında seyir izlemiştir. 2018 yılı itibariyle %53 oranında borcunu arttırdığı görülmektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde bu oranın fazla olduğu söylenebilir. Yabancı kaynak kullanım oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında 2018 haricinde işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olduğu ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunduğu söylenebilir. Hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibariyle 2020 haricinde borç seviyesinin çok yüksek olduğu ancak düşme seyri izlediği görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının ve genel kabul görmüş oran olan %50'nin üzerinde oluşmuştur. 2020 yılı itibariyle borç giderek azalmış ve %39 oranına gerilediği görülmektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde bu oranın fazla olduğu söylenemez. Yabancı kaynak kullanım oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında 2020 haricinde işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olmadığı ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunmadığı söylenebilir. Ancak son yılda hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibariyle 2018 haricinde borç seviyesinin düştüğü görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının altında seyir izlemiştir. 2018 yılı itibariyle %60 oranında borcunu arttırdığı görülmektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde bu oranın fazla olduğu söylenebilir. Yabancı kaynak kullanım oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında 2018 haricinde işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olduğu ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunduğu söylenebilir. Hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında 2018 yılı hariç işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Firma borçlarının pasif kalemleri arasındaki dengeyi sorgulayan mali bünye oranları, firmaların finansal risklerini ortaya koymaları açısından önemlidir. Bu oranların en başında gelen yabancı kaynak oranı (kaldıraç oranı, borç oranı) incelendiğinde şirketin yıllar itibariyle 2020 haricinde borç seviyesinin yükseldiği ancak düşme seyri izlediği görülmektedir. Şirket verileri sektör ortalamalarının ve genel kabul görmüş oran olan %50'nin altında oluşmuştur. 2020 yılı itibariyle bir önceki yıla göre borç azalmış ve %28 oranına gerilediği görülmektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde bu oranın fazla olduğu söylenemez. Yabancı kaynak kullanım

oranının genel standardı %50 olduğu da dikkate alındığında tüm yıllar değerlendirildiğinde işletmenin güçlü bir mali yapıya sahip olduğu ve belli bir borçlanma kapasitesine sahip bulunduğu söylenebilir. Ancak son yılda hem kabul edilmiş genel oranlar hem de sektör ortalamaları göz önüne alındığında işletmenin yabancı kaynak oranı kabul edilebilir olarak görünmektedir.

3.3.2. Yabancı Kaynak Vade Yapısı Oranı

Bu oran kısa vadeli yabancı kaynakların, toplam yabancı kaynaklar içinde ki nispi önemini (yabancı kaynak yapısını) tespitiye yönelik olarak hesaplanmaktadır. Bu oranın genel standart olarak 2/3 dolayında olması kabul edilir (Çabuk ve Lazol, 2018, ss. 212-213). Ayrıca bu oran, firmanın borçlarının vade yapısı konusunda bir fikir vermektedir. Türkiye’de anılan oran yüksek olup, ticari işletmelerde %100 veya bu düzeye yakındır (Babuşcu, Hazar ve Kocaman, 2017, s. 99).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %13 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların %13’ünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok düşük olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de %45 olan oran son yılda %13’e düşmüştür. Genel olarak, işletme kısa vadeli borçlanma yerine uzun vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %94 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların %94’ünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok yüksek olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de % 95 olan oran, son yılda %94,23’e düşmüştür. Genel olarak, işletme uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %47 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların %47’sinin kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok düşük olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de %9,18 olan oran, son yılda %47’e yükselmiştir. Genel olarak, işletme uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %16 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların %16’sının kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok düşük olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de %39 olan oran son yılda %16’ya düşmüştür. Genel olarak, işletme kısa vadeli borçlanma yerine uzun vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %78 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların %78'sinin kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok yüksek olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de %92 olan oran, son yılda %78'e düşmüştür. Genel olarak, işletme uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Kaynak finansmanının vade yapısına bakıldığında şirketin 2022 yılı itibariyle kısa vadeli borç oranının %25 olduğu, diğer bir ifadeyle kaynakların % 25'inin kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığı görülmektedir. Hem genel kabul görmüş orana göre hem de sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında (%46) hesaplanan oranın çok düşük olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle bakıldığında ise dalgalı bir değişim olmuştur. 2018 de %23 olan oran, son yılda %25'e yükselmiştir. Genel olarak, işletme uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borç kullanmayı tercih etmektedir.

3.3.3. Öz Kaynak Oranı

Bu oran, işletme varlıklarının yüzde kaçının ortaklar veya işletme sahibince finanse edildiğini gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 208). Öz kaynak oranı özellikle bankaların kredi kullandırma için incelediği temel oranlardan biridir (Gündoğdu, 2021, s. 79). Bu oranın %50 civarında olması normal karşılanabilir. Ancak ülkemizde sermaye birikiminin yeterli düzeye çıkmamış olması nedeniyle bu oran %30'lara kadar düştüğü görülmektedir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 209). Oranın %50'nin altına düşmesi, işletmenin yükümlülüklerini karşılamada güçlükle karşılaşma riskini ortaya çıkarır. Oranın yüksek olması işletme varlıklarının büyük kısmının öz kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. İşletmenin uzun vadeli yabancı kaynakları ile bunların faizlerini ödemede güçlükle karşılaşma ihtimalinin zayıf olduğunu gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 210).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %76 ile %83 arasında bir yükseliş göstermiş ve son yılda %85 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı değerlendirildiğinde, hem genel ortalamadan yüksek seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının üzerinde olması finansal açıdan güçlü bir yapı sergilediğini göstermektedir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %84 ile %95 arasında bir yükseliş göstermiş ve son yılda %79 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı

değerlendirildiğinde, hem genel ortalamadan çok yüksek seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının üzerinde olması finansal açıdan çok güçlü bir yapı sergilediğini göstermektedir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %47 ile %67 arasında bir yükseliş göstermiş ve son yılda %65 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı değerlendirildiğinde, 2018 yılı dışında diğer yıllarda hem genel ortalamadan çok yüksek seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının üzerinde olması finansal açıdan çok güçlü bir yapı sergilediğini göstermektedir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %1 ile %-11 arasında bir düşüş göstermiş ve son yılda %24 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı değerlendirildiğinde, tüm yıllarda hem genel ortalamadan çok düşük seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının çok altında olması finansal açıdan güçlü bir yapı sergilemediğini göstermektedir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %40 ile %75 arasında bir yükseliş göstermiş ve son yılda %76 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı değerlendirildiğinde, hem genel ortalamadan çok yüksek seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının üzerinde olması finansal açıdan çok güçlü bir yapı sergilediğini göstermektedir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Çalışmaya konu olan şirketin öz kaynak dağılımı son yıla kadar %60 ile %73 arasında bir yükseliş göstermiş ve son yılda %72 olmuştur. Sektör ortalaması da son yıla kadar %52 ile %64 arasında bir yükseliş gösterirken son yılda %67 düzeyine çıkmıştır. Sektör ortalamasının incelemesi neticesinde sektörün genel olarak öz kaynak ağırlıklı bir finansman tercih ettiği görülmektedir. Bu nedenle de güçlü bir finansal yapı sergilemiştir. Şirketin öz kaynak oranı değerlendirildiğinde, hem genel ortalamadan çok yüksek seviyede seyretmesi hem de sektör ortalamasının üzerinde olması finansal açıdan çok güçlü bir yapı sergilediğini göstermektedir.

3.4. Karlılık Oranları

Konaklama sektöründe yer alan şirketlerin yıllar itibariyle karlılık oranlarının analiz sonuçları ve sektör ortalamaları Tablo 4'de yer almaktadır. Karlılık işletmeler için eskisi gibi tek sürdürülebilirlik şartı olmasa da hala en önemli şartların başında gelmektedir (Gündoğdu, 2021, s. 87). Karlılık, birçok karar ve politikalar sonucu oluşan net sonuçtur. Karlılık oranları

işletmenin ne ölçüde etkin yöneltildiği konusunda nihai bilgiler sağlar (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 223). Karlılık oranları, firma faaliyetlerindeki başarının bir göstergesi olarak, uygulanan yatırım ve finansman kararlarının firmaları kar hedefine hangi seviyede ulaştırdığını gösteren oranlardır (Okay, 2021, s. 149). Karlılık oranları, işletme ortakları ya da ortak olmak için işletme hisse senetlerini satın almayı düşünen potansiyel yatırımcılar tarafından öncelikle gözden geçirilmelidir (Gücenme, 2000, s. 116).

3.4.1. Brüt Kar Oranı

Satışlardan sağlanan brüt karlılığı gösteren brüt kar oranı, net satışların yüzde kaçının brüt satış karı olduğunu gösterir (Okay, 2021, s. 150). Bu oran ile işletme faaliyetlerinde satışların maliyetinin yüksek olup olmadığı, işletmenin fiyat baskısı altında bulunup bulunmadığı ve işletmenin satış fiyatlarında artış ya da azalış yönünde bir değişiklik yapılmasının gerekli olup olmadığı yönünde fikir edinilir (Gücenme, 2000, s. 118). Oranın yükselme eğiliminde olması toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. Oranın yükselmesi işletmenin lehine yorumlanır (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 225). Oranın düşüş trendinde olması, satışların üretim maliyetlerinden daha hızlı artma eğiliminde olduğunu gösterir. Ekonomik veya sektörel durgunluk sebebiyle oluşan maliyet artışlarının ürün fiyatlandırmalarına yansıtılmaması sonucunda brüt karlılık düşmektedir. İşletme açısından olumsuz değerlendirilir (Okay, 2021, s. 150).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında sektör ortalamasının gerisinde kaldığı diğer yıllarda ise sektör ortalaması ile aynı veya çok az altında olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2021 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran yükselme eğilimindedir. Yani, toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. İşletme açısından olumlu değerlendirilir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında zarar ettiği ve sektör ortalamasının gerisinde kaldığı diğer yıllarda ise sektör ortalaması ile aynı veya üstünde olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2022 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran yükselme eğilimindedir. Yani, toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. İşletme açısından olumlu değerlendirilir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında sektör ortalamasının gerisinde kaldığı diğer yıllarda ise sektör ortalamasının üstünde olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2022 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran yükselme eğilimindedir. Yani, toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. İşletme açısından olumlu değerlendirilir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında zarar ettiği ve sektör ortalamasının gerisinde kaldığı diğer yıllarda ise sektör ortalaması ile aynı veya üstünde olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2018 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran yükselme eğilimindedir. Yani, toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. İşletme açısından olumlu değerlendirilir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında zarar ettiği ve 2018 yılı dışında diğer yıllarda ise sektör ortalamasının gerisinde kaldığı gözlenmektedir. Özellikle 2018 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran düşme eğilimindedir. Yani satışların maliyetinin net satışlardan hızlı artması bir başarısızlığı işaret edebilir. İşletme açısından olumsuz değerlendirilir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Satışların karlılığını gösteren bu oranın beş yıllık değerleri incelendiğinde 2020 yılında zarar ettiği ve sektör ortalamasının gerisinde kaldığı diğer yıllarda ise sektör ortalaması ile aynı veya üstünde olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2021 yılında satış hasılatı içerisinde maliyetlerin payı diğer yıllara göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum brüt satış karının hem mutlak değerinin hem de oranın yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Oran yükselme eğilimindedir. Yani, toplam satışlar içinde satılan malın maliyetinin payının azaldığını gösterir. İşletme açısından olumlu değerlendirilir.

3.4.2. Faaliyet Karı Oranı

Bu oran satış fiyatlarındaki ve satışların maliyetindeki değişiklik ile birlikte ana faaliyet konusunun devamı için yapılması zorunlu faaliyet giderlerinin karlılığa etkisini ölçer. Faaliyet giderlerinde bir kısıtlama yapılmasının gerekli olup olmadığı yönünde fikir verir (Gücenme, 2000, s. 118). Firmanın tüm faaliyetlerini karlı bir şekilde devam ettirip ettiremediğini sorgulayan bu oranın diğer bir adı da ekonomik rantabilitedir (Okay, 2021, s. 152). Ekonomik rantabilite oranı, işletmenin kaynaklarının verimli kullanılıp kullanılmadığını gösterir (Gündoğdu, 2021, s. 88). Oranın yüksek olması, işletmenin ana faaliyetinin karlı, verimli olduğunu gösterirken, oranın azalma eğilimi göstermesi karlılığın, verimliliğin azaldığını gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 226).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarsız bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. Özellikle 2020 yılında -34,45 seviyesine düşmesi 2019 yılına göre ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalması karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız bir yıl olduğunun göstergesidir. 2020 yılındaki bu istikrarsız tablo dışında diğer yıllarda faaliyet karının sektör ortalamalarının oldukça üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetinin karlı, verimli olduğunu göstermektedir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarlı bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. Ancak 2020 yılında -128,36 seviyesine düşmesi 2019 yılına göre ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalması karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız bir yıl olduğunun göstergesidir. 2020 yılındaki bu istikrarsız tablo dışında diğer yıllarda faaliyet karının sektör ortalamalarının oldukça üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetinin karlı, verimli olduğunu göstermektedir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarsız bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. İnceleme kapsamındaki tüm yıllarda faaliyet karının eksi olması ve sektör ortalamasının da altında görülmesi ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalma eğilimine girmesi karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız olduğunun göstergesidir. Oranın azalma eğilimi göstermesi karlılığın, verimliliğin azaldığını gösterir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarlı bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. Ancak 2019 yılında -31,94 ve 2020 yılında -22,35 seviyelerine düşmesi bir önceki yıllara göre ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalması karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız bir yıl olduğunun göstergesidir. 2019 ve 2020 yıllarındaki bu istikrarsız tablo dışında diğer yıllarda faaliyet karının sektör ortalamalarının oldukça üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetinin karlı, verimli olduğunu göstermektedir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarlı bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. Ancak 2020 yılında -11,53 seviyesine düşmesi 2019 yılına göre ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalması karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız bir yıl olduğunun göstergesidir. 2020 yılındaki bu istikrarsız tablo dışında diğer yıllarda faaliyet karının sektör ortalamalarının oldukça üzerinde seyrettiği gözlemlenmektedir. Oranın yüksek olması işletmenin ana faaliyetinin karlı, verimli olduğunu göstermektedir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin inceleme yılları bakımından istikrarsız bir görünüm sergilediği gözlemlenmektedir. İnceleme kapsamındaki 2021 yılı dışındaki tüm yıllarda faaliyet karının eksi olması ve sektör ortalamasının da altında görülmesi ciddi bir problem olduğunun göstergesidir. Ana faaliyet konusunu ilgilendiren bu oranın ciddi oranda azalma eğilimine girmesi karlılığın ve verimliliğin azaldığı anlamına gelmektedir. Aynı zamanda ana faaliyet konusunda da başarısız olduğunun göstergesidir. Oranın azalma eğilimi göstermesi karlılığın, verimliliğin azaldığını gösterir.

3.4.3. Net Kar Oranı

Bu oran, olağan ve olağandışı gelirler ile olağan ve olağandışı giderler ve finansman giderlerinin karlılık üzerindeki etkisini göstermesi açısından önem taşımaktadır (Gücenme, 2000, s. 118). Bu oran, işletme faaliyetlerinin net verimliliği konusunda bilgi verir. İşletmenin uyguladığı çeşitli politika ve kararların sonuçlarını gösterir (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 227). Net kar oranının yüksek olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından uyumlu ve başarılı bir firma olduğu fikrini verecektir. Ayrıca net kar oranının yüksek olması firmanın faaliyetlerinde karlı olduğunu göstermesi açısından önemlidir (Okay, 2021, ss. 180-151).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde yalnızca 2018 yılında sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarsız bir dağılım sergilediği, oranların oldukça düşük ve sektör ortalamalarının da çok altında olduğu görülmektedir. Net kar oranının düşük olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından başarısız bir firma olduğu fikrini verecektir.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde yalnızca 2019, 2021 ve 2022 yıllarında sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarlı bir dağılım sergilediği, oranların oldukça yüksek ve 2018 ile 2020 yıllarında sektör ortalamalarının da çok üstünde olduğu görülmektedir. Sektör ortalaması karşılaştırması dışında şirket oranları dikkate alındığında oranın yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir. Net kar oranının yüksek olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından uyumlu ve başarılı bir firma olduğu fikrini verecektir.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde tüm yıllar bazında sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarlı bir dağılım sergilediği, oranların oldukça yüksek ve sektör ortalamalarının da çok üzerinde olduğu görülmektedir. Net kar oranının yüksek olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından uyumlu ve başarılı bir firma olduğu fikrini verecektir.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde yalnızca 2020 yılında sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarsız bir dağılım sergilediği, oranların oldukça düşük ve sektör ortalamalarının da çok altında olduğu görülmektedir. Net kar oranının düşük olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından başarısız bir firma olduğu fikrini verecektir.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde yalnızca 2018 yılında sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarsız bir dağılım sergilediği, oranların oldukça düşük ve sektör ortalamalarının da çok altında olduğu görülmektedir. Net kar oranının düşük olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından başarısız bir firma olduğu fikrini verecektir.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

İşletmenin uyguladığı karar ve politikaların sonuçlarını da gösteren bu oranın beş yıllık verileri içerisinde yalnızca 2022 yılında sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun dışında tüm yılları kıyasladığımızda istikrarsız bir dağılım sergilediği, zarar ettiği ve oranların oldukça düşük ve sektör ortalamalarının da çok altında olduğu görülmektedir. Net kar oranının düşük olması, firmanın gerek yatırım gerek finansman gerekse de fiyatlama politikaları açısından başarısız bir firma olduğu fikrini verecektir.

3.4.4. Öz Kaynak Karlılık Oranı

Bu oran, öz kaynak net karlılık oranını tamamlayan bir orandır (Çabuk ve Lazol, 2018, s. 225). İşletme ortakları tarafından sağlanan sermayenin karlılığını ölçen oran, en çok kullanılan oranlarındandır (Gücenme, 2000, s. 117). Firmalarda ortakların koyduğu her bir birim öz sermayeye karşılık gelen net kar miktarını göstermesi itibarıyla öz sermaye karlılığı çoğunlukla firmanın potansiyel yatırımcılarının dikkatini çekmektedir. Mali rantabilite olarak da bilinen öz sermaye karlılığının yüksek olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti de daha fazla olacaktır (Okay, 2021, s. 151). Mali rantabilite oranı, işletmenin hissedarları tarafından sağlanan kaynağın bir birim başına düşen net karını gösterir. Diğer bir ifadeyle, işletmenin temel sermayesi olan öz kaynağın ne kadarının kara dönüştürülebildiği hesaplanır (Gündoğdu, 2021, s. 88).

AYCES İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarsız bir görünüm vardır. 2019 yılında şirket ortalaması sektör ortalamasının üzerindeyken, diğer yıllarda sektör ortalamasının gerisinde kalmıştır. Mali rantabilitenin düşük olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha az olacaktır.

KSTUR İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarlı bir görünüm vardır. İnceleme kapsamındaki tüm yıllar açısından şirket ortalaması sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmüştür. Mali rantabilitenin yüksek olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha fazla olacaktır.

MAALT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarlı bir görünüm vardır. İnceleme kapsamındaki tüm yıllar açısından şirket ortalaması sektör ortalamasının üzerinde olduğu

görülmüştür. Mali rantabilitenin yüksek olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha fazla olacaktır.

MARTI İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarsız bir görünüm vardır. İnceleme kapsamındaki tüm yıllarda şirket ortalamaları sektör ortalamasının gerisinde kalmıştır. Mali rantabilitenin düşük olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha az olacaktır.

PKENT İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarlı bir görünüm vardır. 2020 yılında şirket ortalaması sektör ortalamasının gerisindeyken, diğer yıllarda sektör ortalamasının üstünde kalmıştır. Mali rantabilitenin yüksek olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha fazla olacaktır.

TEKTU İşletmesi Açısından Değerlendirme

Şirketin mali rantabilitesi beş yıllık zaman dilimi içerisinde istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Sektör ortalamaları incelendiğinde her iki veri arasında da istikrarsız bir görünüm vardır. 2022 yılında şirket ortalaması sektör ortalamasının üzerindeyken, diğer yıllarda sektör ortalamasının gerisinde kalmıştır. Mali rantabilitenin düşük olduğu firmalarda ortakların memnuniyeti daha az olacaktır.

4. Sonuç

Turizm sektörü, birçok ülkenin ekonomik kalkınma çabalarına önemli bir katkı sağlayan bir araç haline gelmiştir. Bu sektörün istihdama ve katma değer yaratmada oynadığı rol, dünya genelinde turizmin cazibesini artırmaktadır. Uluslararası turizm istatistikleri, bu sektörün her yıl yaklaşık %4 büyümesini öngörmektedir, bu da destinasyonlar ve yatırımcılar için çekici bir potansiyel sunmaktadır. Bu nedenle birçok ülke, turizm pastasından pay almak için doğal ve kültürel zenginliklerini turizmin hizmetine sunmaktadır. Turizm sektörü, ülke ekonomisine ve istihdama önemli katkılar sağlamaktadır. Şu anda Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya %4.1'lik bir katkı ve toplamda 2.2 milyon kişilik istihdam sağlamaktadır. Ülkenin turizm potansiyeli oldukça yüksektir ve etkili bir şekilde yönetildiğinde daha büyük başarılar elde etme potansiyeli taşımaktadır.

Mali tabloların analizi, bir işletmenin mali durumunu ve mali gelişimini değerlendirmek için kritik bir süreçtir. Mali analiz, mali tablolardaki kalemlerin değişikliklerini, bu kalemler arasındaki ilişkileri ve zaman içindeki eğilimleri inceleyerek işletmenin mali sağlığını belirlemek ve gerektiğinde belirli standartlar veya sektör ortalamaları ile karşılaştırarak yorumlamak için kullanılır. Oran analizi, mali tablo analizinde yaygın olarak kullanılan bir tekniktir. Bu analiz türü sayesinde işletmenin ekonomik ve mali yapısı, karlılığı, verimliliği, varlıkların etkin kullanımı, likiditesi gibi önemli konularda anlamlı bilgilere ulaşılır.

Bu çalışmanın amacı borsada hisse senetleri işlem gören altı işletmenin 2018-2022 yıllarına ait son beş yıllık finansal tablolarının oran analiz yöntemiyle değerlendirilmesidir. Çalışmaya konu olan altı işletme oteller-lokantalar sektöründe alt sektör olan konaklama sektöründe faaliyet gösteren işletmelerdir.

Çalışmanın sonucunda, KSTUR ve MAALT şirketlerinin cari oran, likidite oran ve nakit oran açısından genel kabul görmüş standartlar ve sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Bu nedenle, bu iki şirketin likidite açısından iyi bir durumda olduğu söylenebilir. Ayrıca, AYCES, MAALT, PKENT ve TEKTU şirketlerinin stok devir süresi açısından sektör ortalamasına göre daha hızlı stoklarını eritebildikleri gözlemlenmiştir, bu da finansal olarak olumlu bir durumdur. Alacak tahsil süresi açısından ise AYCES, KSTUR ve MAALT şirketlerinin sektöre göre daha erken tahsilat yaptığı görülmüştür, bu da finansal açıdan olumlu bir gösterge olarak değerlendirilebilir.

Mali yapı oranlarına bakıldığında, işletmelerin çoğunlukla özkaynakla finanse edildiği görülmektedir. Yabancı kaynak oranlarına odaklandığımızda, KSTUR ve TEKTU işletmelerinin 2018 yılına göre yabancı kaynak kullanımını artırdığı, diğer yıllarda ise azaldığı gözlenmektedir. AYCES, MAALT, MARTI ve PKENT işletmelerinin ise 2018 yılına göre yabancı kaynak kullanımını azalttığı görülmüştür. Bu nedenle, KSTUR ve TEKTU işletmelerinin yabancı kaynak oranının diğer işletmelere göre daha yüksek olduğu söylenebilir.

Faaliyet oranlarına odaklandığımızda, AYCES, MAALT, PKENT ve TEKTU işletmelerinin stok devir süresinin KSTUR ve MARTI işletmelerinden daha iyi olduğunu gözlemliyorsunuz. Ayrıca, AYCES, KSTUR ve MAALT işletmelerinin diğer işletmelere göre alacaklarını daha kısa sürede tahsil ettikleri dikkat çekmektedir.

Karlılık oranlarına odaklandığımızda, AYCES işletmesinin 2020 yılında, MARTI işletmesinin 2018 ve 2019 yıllarında ve TEKTU işletmesinin 2018, 2019, 2020 ve 2021 yıllarında zarar ettiği gözlemlenmektedir. Bu zararlar, faaliyet karı oranı ve öz kaynak karlılık oranlarını da negatif olarak etkilemiştir.

Çalışmanın sonuçları, konaklama alt sektöründe yer alan ve halka açık olan işletmelerin finansal durumlarını ve performanslarını genel olarak değerlendirmek için önemli bir kaynak sunmaktadır. İleride yapılacak daha kapsamlı bilimsel çalışmalarda, Borsa İstanbul'da işlem görmeyen işletmelerin de dikkate alınarak konaklama alt sektörü için daha ayrıntılı bir oran analizi ve karşılaştırması yapılabilir. Bu tür çalışmalar, sektörün finansal sağlığını ve gelişimini daha iyi anlamamıza yardımcı olabilir.

KAYNAKLAR

- Babuşcu, Ş., Hazar, A. ve Kocaman, E. (2017). *Kredilendirmede Finansal Tablolar Analizi* (1. bs.). Ankara: Akademi Yayıncılık.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2018). *Mali Tablolar Analizi* (18. bs.). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Gücenme, Ü. (2000). *Mali Tablolar Analizi* (3. bs.). Bursa: Marmara Kitabevi.
- Gündoğdu, A. (2021). *Uygulamalı Temel Analiz ve Değerleme* (1. bs.). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Koç Yalkın, Y. (1981). *İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri* (5. bs.). Ankara: Ankara Üniversitesi SBF Yayınları.
- Muğla Bölgesi Turizm Sektörünün Uluslararası Rekabetçilik Analizi Raporu, (t.y.).
- Okay, G. (2021). Oran Analizi. A. Gündoğdu (Ed.), *Uygulamalı Finansal Tablolar Analizi* içinde (4. bs., ss. 133-171). Ankara: Gazi Kitabevi.
- World Tourism Organisation*. (t.y.). <http://unwto.org> adresinden erişildi.
- Zonguldak Karabük ve Bartın İlleri Turizm Sektörörü Analizi Raporu. (t.y.).

Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Finansal Analizi

Salih Aydın¹

Özet

Finansal analiz, finansal tablolarda yer alan tutarların bir takım tekniklerle analiz edilmesidir. Finansal tabloların analiz edilmesinde birçok teknik kullanılmaktadır. Bu çalışmada BIST İmalat-Orman Ürünleri ve Mobilya sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal tabloları oran analizi yardımı ile analiz edilmiştir. 2018-2022 yılları çalışmaya dâhil edilmiş ve 5 işletmenin finansal tabloları incelenmiştir. Çalışmada, öncelikle finansal tablolar yıllar itibari ile düzenlenmiş, daha sonra oran analizi yapılırken kullanılan oran grupları oluşturulmuştur. Oran analizi; likidite, kaldıraç, faaliyet, karlılık ve büyüme oranları olmak üzere beş gruba ayrılmıştır. Şirketlerin finansal tabloları üzerinde oran analizi yapıldıktan sonra elde edilen değerler sektör ortalaması değerleri ile kıyaslanmıştır. Aynı zamanda çalışmada işletmeler arası kıyaslama da yapılmıştır. Finansal analizler sonucunda şirketlere yönelik değerlendirmeler yapılarak çalışma sonlandırılmıştır.

1. Giriş

Son yıllarda yaşanan toplumsal yapıdaki değişim ve gelişim orman ürünlerine olan talebi ciddi anlamda artırmıştır. Artan talep ile birlikte orman ürünlerinin üretimi, ihracatı ve ithalatı da nitelik ve nicelik anlamında değişime uğramıştır. Ortaya çıkan bu değişim orman ürünlerinin sektörel bazda ön plana çıkmasına neden olmuştur (Gökçe ve Akyıldız, 2010: 147).

Orman ürünleri sektörü, istihdam ve ekonomik kalkınmanın sağlanması açısından önem arz eden sektörlerden birisidir. Orman ürünleri işletmeleri üretimde önemli bir rol oynamakta ve ürünlerin büyük bir çoğunluğu küçük ve orta ölçekli işletmelerde üretilmektedir. Orman ürünleri sektörü, sahip olduğu istihdam ve üretim gücüyle beraber imalat sanayisi içerisinde üç farklı sektörde faaliyetini sürdürmektedir. Bu imalat sektörleri; 2 ana ve 21 alt üretim grubundan oluşan ağaç ürünleri ve mantar imalatı sektörü, 2 ana ve 20 alt üretim grubundan oluşan kâğıt ve kâğıt ürünleri imalatı sektörü ve 4 ana ve 15 alt üretim grubundan oluşan mobilya imalatı sektörlerinden oluşmaktadır (Gedik vd., 2022: 340). Bu çalışmada orman ürünleri ve mobilya imalatı sektöründe faaliyette bulunan işletmelere ait finansal tablolar analiz edilmiştir.

Orman ürünleri, toplumun daha rahat yaşamasına imkân tanıyan farklı malzemelerden ve çeşitli formlarda üretilen ürünlerdir. Ülkemizde özellikle 1970'lerden sonra ivme kazanan mobilya endüstrisinde hızlı küreselleşme süreci ile bireylerin mobilyalarını daha sık değiştirme arzusu, günümüzde mobilya sektörünün moda sektörü haline gelmesinde etkili olmuştur. Mobilya endüstrisinde geniş bir ürün yelpazesi bulunmaktadır. Bu kapsamda mobilya sektörü Türkiye'de stratejik bir öneme sahiptir. Mobilya endüstrisinin hızla büyüdüğü, istihdam artışı sağladığı ve dış ticaret açığı vermeyen bir sektör olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu

1 Dr. Öğr. Üyesi, Artvin Çoruh Üniversitesi, Borçka Acarlar Meslek Yüksekokulu, salihaydin@artvin.edu.tr, 0000-0002-3817-1169.

sektörün ülke ekonomisine önemli katkılar sağladığı söylenebilir (Kavas ve Medetoğlu, 2033: 81-82).

Bu derece önemli bir sektör olarak görülen orman ürünleri ve mobilya sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal tablolarının ayrıntılı bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir. Bu çalışmada BIST’te işlem gören orman ürünleri ve mobilya sektörü işletmelerinin 2018-2022 yılları arasındaki finansal tabloları analiz edilmiştir. İşletmelerin analiz edilmesi sürecinde oran analizinden yararlanılmıştır. BIST’te 2023 yılı itibari ile orman ürünleri ve mobilya sektöründe 6 adet firma işlem görmektedir. Ancak Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. (KLSYN) isimli şirketin 2018-2019 ve 2020 yıllarına ait finansal tabloları Kamuyu Aydınlatma Platformunda yer almadığı için bu işletme analize dâhil edilmemiştir. Bu işletmenin dışında kalan Doğanlar Mobilya Grubu İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DGNMO), Gentaş Dekoratif Yüzeyler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (GENTS), Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ORMA), Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş. (SUMAS) ve Yonga Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (YONGA) şirketleri analize dâhil edilmiştir.

2. Türkiye’de ve Dünya’da Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü

Mobilya, insan anatomik yapısının gereği olarak girdiği çeşitli biçimlere hizmet amacıyla insan ölçüsüne uygun olarak tasarlanmış farklı fonksiyonları karşılayan nesnedir. Mobilya, yaşam şartlarını kolaylaştıran, mekâna düzen vermeyi sağlayan ve bulunduğu çevreyi kullanışlı hale getiren nesnelerin tümüne verilen addır. Dolayısıyla mobilya, bir mekânı tamamlayan önemli olgulardan biridir. Mobilya, oturulan yerlerin süslenmesi ve her türlü kullanım amaçları için donatılmasına yarayan yeri değiştirilebilen eşya olarak tanımlanmaktadır (Terece vd., 2020: 162).

Ticarete konu olan tüm ürünler için iki temel sınıflandırma sistemi kullanılmaktadır. Detaylı veriler için Armonize Mal Tanımı ve Kodlama Sistemi (The Harmonized Commodity Description and Coding Systems) kısaca Armonize Sistem kullanılırken, toplulaştırılmış veriler için ise Standart Uluslararası Ticari Sınıflandırma (SITC Rev.3, Standart International Trade Classification) sistemi kullanılmaktadır.

Mobilya, Standart Uluslararası Ticari Sınıflandırmaya (SITC) göre 821. ve 872.4. bölümlerde sınıflandırılmıştır. Mobilyanın SITC-Standart Uluslararası Ticari Sınıflandırılması aşağıda verilmektedir (Ticaret Bakanlığı, 2021).

SITC Kodu – Ürün Tanımı

821.1 – Oturmaya mahsus mobilyalar (yatak haline getirilebilen türden olsun olmasın), bunların

aksam ve parçaları

821.2 – Yatak takımı eşyası ve benzeri eşya

821.3 – Metalden mobilyalar (başka yerde sınıflandırılmayan)

821.5 – Ahşap mobilyalar (başka yerde sınıflandırılmayan)

821.7 – Diğer maddelerden mobilyalar (başka yerde sınıflandırılmayan)

821.8 – 821.3, 821.5 ve 821.7 grubundaki mobilyaların aksam ve parçaları

872.4 – Tıpta, cerrahide, diş hekimliğinde ve veterinerlikte kullanılan mobilyalar, bunların aksam ve parçaları Kısa anlamda Armonize Sistem, geniş anlamda ise Gümrük Tarife İstatistik Pozisyon Kodları

(GTİP) esas alınarak oluşturulan Mobilya ürün tanımları aşağıda verilmektedir.

GTİP Kodu – Ürün Tanımı

9401- Oturmaya mahsus mobilyalar, bunların aksam ve parçaları

9402- Tıpta, cerrahide, diş hekimliğinde ve veterinerlikte kullanılan mobilyalar, bunların aksam ve parçaları

9403- Diğer mobilyalar, bunların aksam ve parçaları

9404- Somyalar, yatak takımı eşyası ve benzeri eşya

Dünya mobilya üretimi 2019 yılında 700 milyar \$'ı aşmıştır. Sektörün 2030 yılına kadar yıllık ortalama %6,3 büyümeyle pazar büyüklüğünün 1.4 trilyon \$'a ulaşması beklenmektedir. Trademap verilerine göre 2021 yılında dünya mobilya ihracatı büyüklüğü 243 milyar \$, ithalat büyüklüğü ise 227 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Dünya mobilya ihracatı Şekil 1'de gösterildiği gibi 2012-2021 yılları arasında genel itibariyle büyüme eğilimli gerçekleşmiştir. 2012 yılında 160,3 milyar \$ olan dünya mobilya ihracatı, 2021 yılındaki 243 milyar \$'a ulaşarak bu dönemde dünya mobilya ihracat hacmi %51 oranında büyümüştür. Aynı dönemde Türkiye'nin ihracat miktarı %123 oranında büyüyerek 1,9 milyar \$'dan 4,2 milyar \$'a yükselmiştir. Dünya ve Türkiye'de mobilya ihracatının yıllara göre değişimi Şekil 1'de gösterilmiştir.



Şekil 1. Dünya-Türkiye Mobilya İhracatının Yıllara Göre Gelişimleri

(Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2022)

Çin, dünya mobilya ihracatında %36,3'lük payla ilk sırada yer alırken, sırasıyla Vietnam, Polonya, Almanya ve İtalya Çin'den sonra en çok mobilya ihracatı yapan ülkelerdir. Türkiye, dünya mobilya ihracatından aldığı %1,74'lük pay ile 11'ci sırada yer almaktadır. Mobilya ihracatçısı ilk 20 ülkenin 2017-2021 yıllarına ait ihracat verileri Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Mobilya İhracatçısı İlk 20 Ülke (Milyon \$)

Sıra No	İhracatçılar	2017	2018	2019	2020	2021	2017-21 Büyümesi %	Dünyadaki Payı %
1	Çin	59.296	64.287	64.629	70.086	88.046	48,5	36,3
2	Vietnam	6.318	6.998	8.985	11.364	18.390	191,1	7,6
3	Polonya	11.553	13.387	13.400	13.113	16.038	38,8	6,6
4	Almanya	12.987	14.080	13.770	12.905	15.125	16,5	6,2
5	İtalya	11.238	12.200	11.682	10.671	13.314	18,5	5,5
6	Meksika	8.215	8.193	8.111	7.058	8.800	7,1	3,6
7	ABD	8.456	8.352	7.886	6.609	7.137	-15,6	2,9
8	Çek Cumhuriyeti	4.548	4.792	4.517	4.275	4.746	4,3	2,0
9	Kanada	4.661	4.714	4.760	4.007	4.561	-2,2	1,9
10	Hollanda	2.754	3.083	3.022	3.406	4.372	58,7	1,8
11	Türkiye	2.360	2.687	3.416	3.427	4.227	79,1	1,74
12	Danimarka	2.420	2.576	2.616	2.686	3.283	35,6	1,4
13	İspanya	2.454	2.680	2.656	2.447	3.173	29,3	1,3
14	Malezya	2.447	2.536	2.902	3.219	3.138	28,2	1,3
15	Fransa	2.948	3.029	2.946	2.749	3.121	5,9	1,3
16	Endonezya	1.674	1.745	2.000	2.246	2.949	76,1	1,2
17	Litvanya	1.848	2.115	2.203	2.268	2.852	54,3	1,2
18	Romanya	2.426	2.744	2.709	2.314	2.650	9,2	1,1
19	İngiltere	3.143	3.127	3.392	2.511	2.502	-20,4	1,0
20	Hindistan	1.250	1.456	1.607	1.625	2.491	99,3	1,0
İlk 20 Ülke Toplamı		152.998	164.780	167.208	168.985	210.918		
Dünya Toplamı		179.386	193.407	195.214	195.832	242.804		
İlk 20 Ülkenin Dünya Toplamındaki Payı %		85,3	85,2	85,7	86,3	86,9		
Bölge		Asya Ülkesi	Avrupa Ülkesi		Kuzey Amerika Ülkesi			

(Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2022)

Dünyanın en büyük mobilya ithalatçısı konumundaki ülke ABD'dir. ABD 2021'de 68,9 milyar \$ değerindeki ithalatı ile tek başına, dünya mobilya ithalatının %30,3'lük kısmını gerçekleştirmiştir. ABD'den sonra en büyük ithalatçı ülkeler sırasıyla Almanya, İngiltere, Fransa, Hollanda ve Japonya'dır. Türkiye 2021'de gerçekleştirdiği 563 milyon \$ değerindeki mobilya ithalatı ve % 0,2 pay ile dünya mobilya ithalatı sıralamasında 46. sırada yer almıştır. Mobilya ithalatında öne çıkan ilk 20 ülke sıralaması Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Mobilya İthalatçısı İlk 20 Ülke (Milyon \$)

Sıra No	İthalatçılar	2017	2018	2019	2020	2021	2020/2021 Büyümesi %	Dünyadaki Payı %
1	ABD	54.876	59.004	55.803	55.090	68.946	25,2	30,3
2	Almanya	15.295	16.195	15.754	16.117	18.967	17,7	8,3
3	İngiltere	9.239	9.530	9.652	8.518	11.439	34,3	5,0
4	Fransa	8.811	9.672	9.436	8.650	11.281	30,4	5,0
5	Hollanda	4.857	5.529	5.719	6.189	7.935	28,2	3,5
6	Japonya	6.734	7.054	7.229	7.007	7.747	10,5	3,4
7	Kanada	7.291	7.340	7.297	6.563	7.743	18,0	3,4
8	Avustralya	3.372	3.755	3.575	3.722	4.371	17,4	1,9
9	İspanya	3.392	3.732	3.630	3.324	4.320	29,9	1,9
10	Polonya	2.379	2.856	3.037	3.087	4.295	39,1	1,9
11	İsviçre	3.380	3.547	3.415	3.502	4.102	17,1	1,8
12	Belçika	2.907	3.040	3.089	3.058	4.050	32,4	1,8
13	Çekya	3.019	3.225	3.160	2.945	3.540	20,2	1,6
14	Kore Cumhuriyeti	2.478	2.624	2.753	3.052	3.449	13,0	1,5
15	İtalya	2.699	2.949	2.741	2.664	3.380	26,9	1,5
16	Avusturya	2.575	2.789	2.744	2.710	3.296	21,6	1,5
17	İsveç	2.374	2.567	2.477	2.496	3.094	24,0	1,4
18	Meksika	2.894	3.034	2.935	2.374	3.077	29,6	1,4
19	Danimarka	1.734	1.919	1.926	2.106	2.703	28,3	1,2
20	Çin	3.131	3.400	2.871	2.395	2.656	10,9	1,2
46	Türkiye	615	593	554	499	563	12,8	0,2
İlk 20 Ülke Toplamı		143.437	153.761	149.242	145.568	180.392		
Dünya Toplamı		178.669	192.172	189.269	181.889	227.185		
İlk 20 Ülkenin Dünya Toplamındaki Payı %		80	80	79	80	79		
Bölge		Asya Ülkesi	Avrupa Ülkesi	Kuzey Amerika Ülkesi	Avustralya			

(Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2022)

Mobilya sektörü Türkiye'nin en eski ve en gelişen sektörlerinden biridir. Sektörde son yıllarda dünya standartlarında üretim yapan tesisler kurulmuş, bayilik teşkilatlarıyla ülke sathına ve dünyaya ürün satar bir konuma ulaşılmıştır. Sektör her yıl ürünlerini geliştirmekte ve çeşitliliğini artırmaktadır. Mobilya sanayi katma değer açısından da ülkemizin önde gelen sektörlerinden birisi olup, ihracatta yerli kaynakları en çok kullanan ve ithal ürünlere bağımlılığı en az olan sektörlerden biri olarak ekonomiye katkısını artarak devam ettirmektedir.

Türk mobilya endüstrisi, genelde çoğu geleneksel yöntemlerle çalışan atölye tipi, küçük ölçekli işletmelerin ağırlıkta olduğu bir görünüme sahiptir. Buna karşın özellikle son yıllarda süreçte küçük ölçekli işletmelerin yanı sıra orta ve büyük ölçekli işletmelerin sayısı artmaya başlamıştır. Fabrikasyon üretim yapan firmaların, istihdam düzeyi ile paralel olarak büyük firmalardan oluştuğu düşünülmektedir. Fabrikasyon üretim yapan firmaların sayısı her geçen gün artmaktadır. Mobilya ve orman ürünlerinde, sektörde önemli bir yer tutmamakla beraber, faaliyet gösteren yabancı sermayeli firma sayısı, mutfak mobilyası başta olmak üzere artmaktadır (Hopa TSO, 2022).

Türk mobilya sektöründe ulusal ve uluslararası pazarlara yönelik olarak panel mobilya, masif mobilya, kanepe, oturma grubu, modüler mobilya (mutfak, banyo, ofis, yatak odası), bahçe

mobilyaları, mobilya kesit ve parçaları gibi geniş bir yelpazede üretim yapılmaktadır. Ayrıca araç mobilyası, hastane mobilyaları, otel mobilyaları, aksesuarlar ve sınırlı ithalat ürünü kullanımı ile yüksek katma değerli ender sektörlerden biridir. Bu nedenle de yüksek ihracat, ithalat, katma değer ve istihdam potansiyeline sahiptir (İmren ve Kaygın, 2021: 150).

Mobilya arzı ve talebi doğrudan yeni konut inşaatlarına ve gelir artışına paralel bir seyir izlemektedir. Ofis mobilyaları için ise talep büyük ölçüde işyeri açılmasına bağlıdır.

Ev-bahçe ve ofis mobilyalarının toplam mobilya üretimindeki payının %85, kalan %15'lik kısmının ise mutfak mobilyaları, hava taşıtlarında kullanılan mobilyalar, motorlu taşıtlardaki oturmaya mahsus mobilyalar, bunların aksam ve parçaları ile mağaza mobilyaları olduğu tahmin edilmektedir.

Son yıllarda artan kentleşme, nüfus artışı, yükselen hayat standardı ile mobilyaya olan talep gün geçtikçe artmaktadır. Mobilya talebi değiştirme, yıpranma gibi normal nedenlerin dışında estetik kaygılardan da etkilenmekte ve moda eğilimleri de ürün değiştirmede önemli rol oynamaktadır.

Türkiye'de mobilya sektörü, pazarın yoğunlaştığı ve/veya orman ürünlerinin yoğun olduğu belirli bölgelerde toplanmıştır. Önemli mobilya üretim bölgeleri toplam üretimdeki paylarına göre; İstanbul, Ankara, Bursa (İnegöl), Kayseri, İzmir ve Adana olarak sıralanmaktadır.

İstanbul'da mobilya sektörü muhtelif yerlere dağılmış olmakla beraber en önemli iki merkez İkitelli Organize Sanayi bölgesinde yer alan Masko ile Ümraniye'de bulunan mobilya sanayi sitesi Modoko'dur.

Ankara mobilya üretiminde her zaman için önemli bir merkez olmuştur. TÜİK verilerine göre toplam istihdam düzeyi ve işletme sayısı itibari ile İstanbul'un ardından gelmektedir. Ankara'da mobilya sektörü Siteler semtiyle özdeşleşmiştir. Siteler 1960'lı yıllarda Marangozlar Odasının önderliğinde kurulmuş olup, bugün 5.000 dönüm arazi üzerinde faaliyet gösteren büyük bir organize sanayi bölgesidir. Bölge küçük ve orta ölçekli mobilya üretimi yapan birçok işletmeyi barındırmaktadır. Sitelerdeki firma sayısının 10.000'in üzerinde olduğu tahmin edilmektedir. Ancak bu işletmeler emek yoğun işletmeler olup, büyük ölçekli üretim yapan firma sayısı azdır.

Büyük ormanlık alanlara sahip olan ve bunun sonucu olarak ağaç sanayiinin hızlı bir gelişme gösterdiği Bursa-İnegöl Bölgesi de gelişme dinamiği yüksek bir bölgedir. Tarihi İpek Yolu üzerinde bulunmasının getirdiği ticari hareketliliği ve hammadde kaynaklarına yakın olmasının avantajını iyi değerlendiren İnegöl bugün bir mobilya merkezidir. Bursa-İnegöl mobilya sektörü istihdam düzeyi itibari ile Ankara'dan sonra gelmektedir. Ancak sektörde yapılan ihracatın bölgelerimize göre dağılımında Kayseri ve İstanbul'un ardından üçüncü sıradadır. Bölgenin ihracatta yakaladığı bu başarı, Bursa-İnegöl'ün mobilyada önemli bir uluslararası merkez olma yolunda olduğunu göstermektedir.

Kayseri'de mobilya sektörünün yükselişi kanepeler, koltuk ve yataklarla başlamıştır. Teknolojik gelişmeler ve yeni yatırımlarla bugün mobilyanın her dalında üretim yapan firmaları ile Kayseri, Türkiye'nin önemli bir mobilya merkezi haline gelmiştir. TOBB verileri ve TÜİK ihracat rakamlarına göre Kayseri, sektörün en büyüklerini içerisinde barındırmaktadır. Bunlardan yaklaşık 400 tanesi fabrikasyon seri üretim yapabilen ihracata yönelik çalışan firmalardır. TÜİK verilerine göre, firma başına düşen 11,5 kişilik istihdam düzeyi ile bölgede Türkiye ortalamasının çok üzerinde bir oranla eleman istihdam edilmektedir. Firma başına düşen eleman sayısının yüksekliği Kayseri'nin, büyük ölçekli firmaların yoğunlaştığı bir bölgemiz olduğunu

göstermektedir. 2012 yılında 355 milyon dolarlık ihracat ile Türkiye'nin mobilya ihracatının % 18,7'sini tek başına yapan Kayseri, ülkemizin en önemli mobilya üretim ve ihracat merkezi durumundadır. İzmir bölgesi istihdam düzeyine göre Kayserinin ardından 5. sırada gelmektedir. Karabağlar ve Kısık köy mobilya şehri sektörün yoğunlaştığı mekânlar olup, şehir sahip olunan liman, ulaşım kolaylığı ile de ihracatta önemli atılımlar içerisindedir (Ticaret Bakanlığı, 2021).

“2021 verilerine göre Türkiye'nin mobilya ihracatındaki en büyük pazarı Irak olmuştur.” Bu ülkeye 2020 yılında 484 milyon \$, 2021 yılında 523 milyon \$ mobilya ihracatı yapılmıştır. 2021 yılında en fazla ihracat yapılan ilk 5 ülke sırasıyla Irak, Almanya, ABD, Fransa ve İsrail'dir. 2021 verilerine göre Türkiye'nin mobilya ihracatı yaptığı ilk 10 ülke Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3. Türkiye'nin Mobilya İhracatı Yaptığı İlk 10 Ülke (Milyon \$)

Sıra	Ülkeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020-21 Değişim (%)
1	Irak	396	459	484	429	420	428	448	513	484	523	8,1
2	Almanya	153	163	168	156	167	177	204	346	348	418	20,3
3	ABD	30	39	65	91	98	87	118	188	268	312	16,2
4	Fransa	85	125	138	126	134	132	151	171	163	212	30,1
5	İsrail	23	31	33	37	55	75	94	118	137	207	51,0
6	İngiltere	50	63	70	63	74	79	93	132	143	190	32,3
7	Libya	167	238	190	138	80	75	118	201	135	189	40,2
8	Hollanda	53	58	58	44	50	59	68	87	95	126	33,1
9	Romanya	19	28	48	45	57	61	70	85	91	117	28,5
10	BAE	21	41	41	58	62	56	62	71	70	100	42,3
İlk 10 Ülke Toplamı		998	1.244	1.294	1.186	1.198	1.230	1.426	1.911	1.934	2.393	23,7
Türkiye'nin Toplam İhracatı		1.899	2.312	2.487	2.257	2.234	2.360	2.687	3.416	3.427	4.227	23,3

(Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2022)

Mobilya ihracatımızın çoğunluğu Tablo 3'de görüldüğü gibi Avrupa ve Ortadoğu ülkelerine yapılmaktadır. Dış ticaret verileri genel olarak incelendiğinde ihracatın çoğunlukla yakın coğrafi ülkelere yapıldığı, ithalatın ise yakın ve uzak coğrafi ülkelerden gerçekleştirildiği görülmektedir. Mobilya ithalatı yapılan ülkelerin başında AB ülkeleri ve Çin gelmektedir.

Mobilya sektörünün gelişimini analiz edebilmek için “ithalat ve ihracat” kavramlarının bilinmesi gerekir. İthalat veya dış alım, eşyanın başka bir ülkeden satın alınması ve ülkeye getirilmesi olarak ifade edilebilir. İhracat ise, en basit şekliyle bir malın bir ülkeden başka bir ülkeye satılması ve gönderilmesi olarak tanımlanabilir. Günümüzde uluslararası ticari ilişkiler gün geçtikçe yoğunlaşırken, küresel olarak bakıldığında, iç piyasaya yönelik üretim giderek azalmakta ve ağırlıklı olarak ihracata yönelik üretim yapılmaktadır. Dolayısıyla mobilya pazarı giderek daha fazla uluslararası nitelik kazanmakta ve gelişmekte olan pazarların gösterdiği dinamizm, mobilya sektörünün büyüme oranları için ilave bir itici güç oluşturmaktadır. Türkiye mobilya sektörü; ülkenin ekonomisine, istihdamına ve ticaret hacmine katkılar sağlayan önemli bir sektördür (Çınar vd., 2021: 247). Tablo 4'te Türkiye'nin mobilya sektöründeki ithalat ve ihracat değerleri verilmiştir.

Tablo 4. Yıllara Göre Türkiye'nin En Fazla İhracat-İthalat Yaptığı İlk 10 Ülke (Milyon \$)

İhracat (Milyon \$)								İthalat (Milyon \$)							
Sıra		2017	2018	2019	2020	2021	Payı (%)	Sıra		2017	2018	2019	2020	2021	Payı (%)
1	Irak	428	448	513	484	523	12,4	1	İtalya	76	75	66	55	84	14,9
2	Almanya	177	204	346	348	418	9,9	2	Çin	69	78	65	70	84	14,8
3	ABD	87	118	188	268	312	7,4	3	Almanya	85	78	69	52	62	11,1
4	Fransa	132	151	171	163	212	5,0	4	Polonya	53	50	50	57	54	9,6
5	İsrail	75	94	118	137	207	4,9	5	Romanya	28	24	25	26	27	4,8
6	İngiltere	79	93	132	143	190	4,5	6	Malezya	15	11	10	13	22	3,9
7	Libya	75	118	201	135	189	4,5	7	Bulgaristan	30	24	24	19	19	3,4
8	Hollanda	59	68	87	95	126	3,0	8	Bosna Hersek	2	1	1	1	15	2,7
9	Romanya	61	70	85	91	117	2,8	9	Japonya	14	10	13	17	13	2,3
10	BAE	56	62	71	70	100	2,4	10	ABD	15	22	34	17	13	2,3
İlk 10 Ülke		1.230	1.426	1.911	1.934	2.393	57	İlk 10 Ülke		386	373	357	326	392	70
Toplam İhracat		2.360	2.687	3.416	3.427	4.227	100	Toplam İthalat		615	593	554	499	563	100

(Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2022)

2021 yılında en fazla ithalatın yapıldığı ülke 83,8 milyon \$ ile İtalya'dır. İtalya'yı 83,5 milyon \$'lık mobilya ithalatı ile Çin takip etmektedir. Mobilya ithalatımızda öne çıkan diğer ülkeler arasında Çin'den sonra Almanya, Polonya, Romanya ve Malezya yer almaktadır. 2021 yılında, İtalya mobilya ithalatımızın %14,9'luk kısmını karşılamıştır.

Türkiye ve Dünya'da mobilya sektörünün gelişimi sektördeki öncü ülkeler ve ülkelere ait sektör istatistiklerine değinildikten sonra Türkiye'de mobilya sektöründe faaliyette bulunan ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere ait finansal analizler yapılmıştır.

3. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Finansal Analizi

Finansal analiz genel olarak "işletmelerin finansal durumunun ve faaliyet sonuçlarının, finansal açıdan yeterli olup olmadığını saptamak ve geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek amacıyla, finansal tablolarda yer alan hesaplar arasındaki ilişkilerin ve bunların yıllar içindeki gelişmelerinin incelenmesi" olarak tanımlanmaktadır (Dalak vd., 2018: 2).

Finansal analizde firmanın mevcut durumu değerlendirilir ve elde edilen sonuçlardan yararlanarak geleceğe yönelik kararlar verilir. Finansal analizden işletme yöneticileri, kredi verenler, yatırım yapacak olanlar, tedarikçiler gibi gruplar yararlanmaktadır. Finansal analizde kullanılan teknikler; Karşılaştırmalı analiz (Yatay analiz), Yüzde yöntemiyle analiz (Dikey analiz), Eğilim yüzdeleri analizi (Trend analizi) ve Oran analizi (Rasyo analiz) olarak sıralanmaktadır (Alper ve Biçer, 2017: 338). Bu çalışmada Orman Ürünleri ve Mobilya Sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal durumları oran analizi yapılarak yorumlanmıştır.

Oran analizi ,finansal tablolardaki çeşitli kalemler veya kalem grupları arasındaki oranlar şeklinde tanımlanmaktadır. Oranlar, işletmelerin finansal verilerini özetlemek ve finansal performanslarını belirlemek için en uygun araçlardır (Bülüç vd., 2017: 269-270).

Tablo 5. Analizde Kullanılan Finansal Oranlar ve Formüller

Oran Grubu	Oran Adı	Hesaplanışı
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar (KVYK)
	<i>Asit-Test Oranı</i>	(Dönen varlıklar-Stoklar)/KVYK
	<i>Nakit Oranı</i>	(Dönen varlıklar-Stoklar-Alacaklar)/KVYK
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	Toplam Borç/Toplam Aktif
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	Öz kaynaklar/Toplam Aktifler
	<i>Finansman Oranı</i>	Öz kaynaklar/Toplam Borçlar
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	Net Satışlar/Ticari Alacaklar
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	360/Alacak devir hızı
	<i>Stok Devir Hızı</i>	Satışların Maliyeti/Ortalama Stok Tutarı
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	360/Stok Devir Hızı
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	Satışların Maliyeti/Ticari Borçlar
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	Net Satışlar/Aktif Toplamı
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	Net satışlar/Öz kaynaklar
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	Brüt Satış Kârı/Net Satışlar
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	Faaliyet Kârı/Net Satışlar
	<i>Net Kâr Marjı</i>	Net Kâr/Net Satışlar
	<i>Öz Kaynak Karlılığı</i>	Net Kâr/Öz kaynaklar
	<i>Aktif Karlılığı</i>	Net Kâr/Aktif Toplamı
	<i>Ekonomik Rentabilite Oranı</i>	FVÖK/Aktif Toplamı
	<i>Hisse Başına Kar</i>	Dönem Karı/Hisse Senedi Sayısı
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	$(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	$(DK_t - DK_{t-1}) / DK_{t-1}$
	<i>Varlıklardaki Büyüme Oranı</i>	$(TV_t - TV_{t-1}) / TV_{t-1}$
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	$(ÖK_t - ÖK_{t-1}) / ÖK_{t-1}$

t : Cari Dönem $t-1$: Bir Önceki Dönem

Finansal tablolardaki kalem sayılarına bağlı olarak çok sayıda oran hesaplamak mümkündür. Ancak işletmeyi analiz edenler açısından önemli olan yararlı oranların hesaplanmasıdır. Diğer önemli bir konu ise hesaplanan oranların yorumlanmasıdır (Elmas, 2017: 118).

Oran analizi yapılmasında kullanılan oranlar farklı çalışmalarda farklı şekillerde sınıflandırılmıştır. Elmas (2017) ve Akyüz vd., (2017), çalışmalarında oran analizi yapmak için kullanılan oranlar Tablo 5'te gösterilmiştir.

Likidite bir varlığın paraya çevrilmesindeki çabukluk ve kolaylık özelliğidir. Likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, çalışma (işletme) sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılmaktadır (Yenisu, 2019: 25). Likidite oranları cari oran, asit test oranı ve nakit oranı olmak üzere üç oran şeklinde hesaplanmaktadır. Her sektör için likidite oranlarının ortalaması farklıdır.

Kaldıraç oranları, işletmenini varlıklarının ne kadarını yabancı kaynaklarla ne kadarını öz kaynaklarla finanse ettiğini göstermeye yarayan oranlardır. Özellikle işletmeye kredi verenlerin ilgilendiği oran olarak karşımıza çıkmaktadır (Elmas, 2017: 124). Kaldıraç oranları, finansal kaldıraç oranı, öz kaynakların aktif toplamına oranı, finansman oranı ve borçların vade yapısı oranı olmak üzere dört farklı oranla ölçülmektedir.

Faaliyet oranları, işletmenin varlıklarını ne derece etkin kullandığını, satışlara oranla aktif varlıklarına ne miktarda yatırım yapıldığını ve faaliyetlerini ne derece etkin yürüttüklerini göstermektedir. Aktif varlıklara aşırı derecede yatırım yapılması fonların israf edildiği, yatırım maliyetlerinin yükseldiği ve işletmenin etkin nakit akımını azalttığı şeklinde yorumlanmakta iken yetersiz yatırım ise işletmenin kârlı çalışmadığı, riskli hareket ettiği, satışlarını azaltacağı şeklinde yorumlanmaktadır (Bülüç vd., 2017: 67).

Karlılık oranları, işletmenin sahip olduğu öz sermaye, yabancı kaynak ve varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını ve bir bütün olarak yapmış olduğu faaliyetlerde ne kadar karlı çalıştığını gösteren oranlardır (Aslan, 2018: 353).

Büyüme oranları, işletmenin en önemli amaçlarından birisi olan büyümenin ölçülmesinde kullanılan oranlardır. İşletme için önem arz eden kalemler arasındaki değişimi yıllar itibariyle göstermesi açısından büyüme oranları önem arz etmektedir.

Çalışma kapsamında, BIST Orman Ürünleri ve Mobilya Sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansal tabloları oran analizi yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmada sektörde faaliyet gösteren 5 işletme örneklem olarak alınmıştır. Çalışmanın giriş kısmında da bahsedildiği gibi Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. (KLSYN) isimli şirketin 2018-2019 ve 2020 yıllarına ait finansal tabloları Kamuyu Aydınlatma Platformunda yer almadığı için bu işletme analize dâhil edilmemiştir. Bu şirketin dışındaki beş şirketin adı ve şirket kodları Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6. BIST Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü

Sıra	KOD	Şirket Adı
1	DGNMO	DOĞANLAR MOBİLYA GRUBU İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	GENTS	GENTAŞ DEKORATİF YÜZEYLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3	ORMA	ORMA ORMAN MAHSULLERİ İNTEGRE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	SUMAS	SUMAŞ SUNİ TAHTA VE MOBİLYA SANAYİ A.Ş.
5	YONGA	YONGA MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Tablo 6'da verilen şirketlere ait 2018-2022 yılları arasındaki finansal tablolar incelenmiş ve oran analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir. İlk olarak Doğanlar Mobilya Grubu İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin oran analizi sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7. DGNMO'nun Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	0,75	0,85	0,81	0,92	0,91
	<i>Asit-Test Oranı</i>	0,30	0,38	0,38	0,48	0,47
	<i>Nakit Oranı</i>	0,01	0,01	0,02	0,05	0,15
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	1,005	0,98	0,97	0,89	0,83
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	-0,005	0,02	0,03	0,11	0,17
	<i>Finansman Oranı</i>	-0,005	0,02	0,03	0,13	0,19
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	2,75	1,99	2,56	2,27	2,71
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	9,25	7,11	5,75	4,12	6,16
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	39	51	63	87	58
	<i>Stok Devir Hızı</i>	1,8	1,72	2,25	2,50	2,74
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	200	209	160	144	131
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	3	2,61	2,20	2,35	2,45
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	0,93	0,77	0,99	1,00	1,18
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	160,336	50,25	33,21	8,96	7,25
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	0,29	0,31	0,33	0,33	0,37
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	0,03	0,05	0,16	0,17	0,11
	<i>Net Kâr Marjı</i>	-0,15	-0,11	0,03	0,01	0,05
	<i>Aktif Karlılığı</i>	-0,14	-0,08	0,03	0,01	0,06
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	-0,16	-0,11	0,03	0,03	0,04
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,02	0,65	0,75	2,85
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	-	1,73	1,39	0,0001	5,98
	<i>Varluklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,22	0,30	0,73	2,22
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	-	4,25	1,50	5,50	16,64

Tablo 8'de Gentaş Dekoratif Yüzeyler Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 8. GENTS'nin Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	2,94	3,04	3,17	1,79	1,69
	<i>Asit-Test Oranı</i>	1,50	1,54	1,67	0,98	0,81
	<i>Nakit Oranı</i>	0,37	0,53	0,44	0,43	0,26
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	0,28	0,27	0,28	0,44	0,45
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	0,72	0,73	0,72	0,56	0,55
	<i>Finansman Oranı</i>	2,61	2,69	2,59	1,29	1,21
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	0,77	0,81	0,80	0,91	0,92
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	6,62	6,70	4,57	6,32	7,84
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	54	54	79	57	46
	<i>Stok Devir Hızı</i>	2,73	2,51	1,99	2,26	2,61
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	132	143	181	159	138
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	10,72	6,93	5,84	4,34	4,29
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1,13	1,02	0,95	0,92	1,23
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	1,57	1,41	1,32	1,63	2,24
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	0,25	0,19	0,30	0,21	0,21
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	0,14	0,05	0,19	0,16	0,12
	<i>Net Kâr Marjı</i>	0,11	0,02	0,17	0,17	0,16
	<i>Aktif Karlılığı</i>	0,13	0,03	0,16	0,16	0,19
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	0,20	0,04	0,22	0,19	0,21
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,07	0,22	0,64	0,99
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,76	6,12	0,64	0,86
	<i>Variablardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,03	0,31	0,70	0,49
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,04	0,30	0,32	2,45

Tablo 9'da Orma Orman Mahsulleri İntegre Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 9. ORMA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	0,61	0,58	0,53	0,53	0,63
	<i>Asit-Test Oranı</i>	0,50	0,43	0,38	0,33	0,36
	<i>Nakit Oranı</i>	0,002	0,0117	0,009	0,012	0,002
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	0,79	0,80	0,68	0,64	0,49
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	0,21	0,20	0,32	0,36	0,51
	<i>Finansman Oranı</i>	0,27	0,25	0,47	0,57	1,04
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	0,76	0,76	0,74	0,86	0,91
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	1,69	2,34	3,09	4,10	5,53
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	213	154	117	88	65
	<i>Stok Devir Hızı</i>	5,20	4,14	4,46	3,60	3,69
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	69	87	81	100	98
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	2,04	1,77	1,71	2,09	3,14
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	0,45	0,49	0,45	0,51	0,62
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	2,12	2,45	1,42	1,41	1,21
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	0,24	0,22	0,25	0,25	0,26
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	0,14	0,14	0,15	0,08	0,12
	<i>Net Kâr Marjı</i>	-0,13	-0,04	-0,09	-0,09	0,16
	<i>Aktif Kârlülüğü</i>	-0,06	-0,02	-0,04	-0,04	0,09
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	-0,06	0,06	0,06	0,04	0,04
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,09	0,09	0,88	1,03
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	-	0,66	-1,23	-0,90	4,72
	<i>Varlklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,009	0,18	0,66	0,69
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,05	0,88	0,89	1,38

Tablo 10'da Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 10. SUMAS'ın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	4,43	6,07	3,73	3,79	3,33
	<i>Asit-Test Oranı</i>	2,80	4,39	2,85	3,06	2,25
	<i>Nakit Oranı</i>	2,40	3,79	2,34	2,84	1,77
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	0,23	0,19	0,29	0,24	0,26
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	0,77	0,81	0,71	0,76	0,74
	<i>Finansman Oranı</i>	3,31	4,21	2,44	3,19	2,87
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	0,73	0,65	0,76	0,84	0,90
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	126,73	25,26	31,82	27,46	14,94
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	3	14	11	13	24
	<i>Stok Devir Hızı</i>	3,48	4,67	4,11	4,28	3,79
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	103	77	88	85	95
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	17,03	18,26	10,88	12,72	9,06
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1,53	1,33	1,06	1,13	1,29
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	1,99	1,65	1,50	1,48	1,75
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	0,37	0,27	0,24	0,44	0,27
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	0,32	0,22	0,19	0,41	0,23
	<i>Net Kâr Marjı</i>	0,27	0,19	0,16	0,34	0,24
	<i>Aktif Karlılığı</i>	0,42	0,25	0,17	0,39	0,31
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	0,49	0,29	0,20	0,47	0,30
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,11	0,12	0,95	1,74
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,23	-0,04	3,10	0,20
	<i>Varlıklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,26	0,40	0,83	0,52
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,34	0,23	0,97	0,48

Tablo 11'de Yonga Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait oran analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 11. YONGA'nın Oran Analizi Sonuçları

Oran Grubu	Oran Adı	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları	<i>Cari Oran</i>	1,52	1,41	1,34	1,35	1,32
	<i>Asit-Test Oranı</i>	0,74	0,56	0,66	0,62	0,49
	<i>Nakit Oranı</i>	0,24	0,10	0,40	0,15	0,11
Kaldıraç Oranları	<i>Finansal Kaldıraç Oranı</i>	0,40	0,49	0,53	0,57	0,60
	<i>Öz kaynakların Aktif Toplamına Oranı</i>	0,60	0,51	0,47	0,43	0,40
	<i>Finansman Oranı</i>	1,50	1,04	0,90	0,74	0,65
	<i>Borçların Vade Yapısı Oranı</i>	0,77	0,75	0,78	0,84	0,89
Faaliyet Oranları	<i>Alacak Devir Hızı</i>	9,94	10,40	22,70	8,92	38,51
	<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	36	35	16	40	9
	<i>Stok Devir Hızı</i>	3,34	2,66	2,24	1,82	1,70
	<i>Ortalama Stokta Kalma Süresi</i>	108	135	161	198	212
	<i>Ticari Borç Devir Hızı</i>	11,49	8,76	9,84	8,89	39,30
	<i>Aktif Devir Hızı</i>	1,04	1,00	0,85	0,95	1,08
	<i>Öz kaynak Devir Hızı</i>	1,74	1,95	1,80	2,23	2,74
Karlılık Oranları	<i>Brüt Kâr Marjı</i>	0,24	0,17	0,26	0,32	0,30
	<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	0,13	0,05	0,10	0,26	0,24
	<i>Net Kâr Marjı</i>	0,09	0,02	0,06	0,15	0,13
	<i>Aktif Karlılığı</i>	0,10	0,02	0,05	0,14	0,14
	<i>Ekonomik Rantabilite Oranı</i>	0,14	0,06	0,09	0,24	0,26
Büyüme Oranları	<i>Satışlardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,08	0,26	0,66	0,78
	<i>Dönem Karındaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,74	2,40	3,07	0,54
	<i>Varlıklardaki Büyüme Oranı</i>	-	0,13	0,47	0,49	0,56
	<i>Öz kaynaklardaki Büyüme Oranı</i>	-	-0,03	0,36	0,34	0,45

3.1. Likidite Oranları Açısından BIST İmalat-Orman Ürünleri ve Mobilya Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu tarafından BIST'te işlem gören şirketlerin sektör ortalamaları açıklanmaktadır. BIST İmalat- Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü'nün son dört yıllık likidite oranlarının ortalamasına bakıldığında Cari oran (1,76), Asit test oranı (0,74) ve Nakit oranı ortalaması (0,16) olarak gerçekleşmiştir (Veri Analiz Platformu, 2023). DGNMO'nun son beş yıllık cari oran ortalaması (0,85), GENTS'nin son beş yıllık cari oran ortalaması (2,53), ORMA'nın son beş yıllık cari oran ortalaması (0,58), SUMAS'ın son beş yıllık cari oran ortalaması (4,27) ve YONGA'nın son beş yıllık cari oran ortalaması (1,39) olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalama (1,76) göz önüne alındığında DGNMO, ORMA ve YONGA'nın sektör ortalamasının altında bir cari orana sahip olduğu diğer iki şirketin sektör ortalamasının üstünde bir cari oran değerine sahip olduğu görülmektedir. Cari oranın çok yüksek olması işletme açısından çok fazla istenmemektedir. Çünkü cari oranın fazla olması demek, işletmede atıl fonların bulunduğunu gösterir. SUMAS'ın cari oran ortalaması sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleşmiştir.

Asit test oranına göre değerlendirme yapıldığında DGNMO'nun son beş yıllık asit test oranı ortalaması (0,40), GENTS'nin son beş yıllık asit test oranı ortalaması (1,30), ORMA'nın son beş yıllık asit test oranı ortalaması (0,40), SUMAS'ın son beş yıllık asit test oranı ortalaması (3,07) ve YONGA'nın son beş yıllık asit test oranı ortalaması (0,61) olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalaması (0,74) göz önüne alındığında YONGA'nın ortalamasının sektör ortalamasına yakın olduğu görülmektedir. SUMAS'ın cari oranda olduğu gibi asit test oranında da sektör ortalamasının oldukça üstünde bir ortalamaya sahip olduğu görülmektedir.

Nakit oranına göre değerlendirme yapıldığında DGNMO'nun son beş yıllık nakit oranı ortalaması (0,05), GENTS'nin son beş yıllık nakit oranı ortalaması (0,41), ORMA'nın son beş yıllık nakit oranı ortalaması (0,007), SUMAS'ın son beş yıllık nakit oranı ortalaması (2,63) ve YONGA'nın son beş yıllık nakit oranı ortalaması (0,20) olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalaması (0,16) göz önüne alındığında yukarıda yapılan yorumlara benzer yorumlar burada da yapılabilir. Özellikle YONGA'nın likidite oranları ile sektör ortalamalarının birbirine yakın olduğu tespit edilmiştir.

3.2. Kaldıraç Oranları Açısından BIST-İmalat Orman Ürünleri ve Mobilya Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, işletmenin faiz veya anapara taksit ödemelerinde sıkıntıya düşme ihtimalini ortaya çıkarır. Kredi verenler açısından bu oranın düşük olması arzu edilmektedir. İşletme yöneticileri ise kaldıraç etkisinden yararlanarak karlılığı artırmak için bu oranın yüksek olmasını isterler. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın (0,50)'nin biraz üstünde olması kabul edilebilir (Elmas, 2017: 125). DGNMO'nun son beş yıllık finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,94), GENTS'nin son beş yıllık finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,34), ORMA'nın son beş yıllık finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,68), SUMAS'ın son beş yıllık finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,24) ve YONGA'nın son beş yıllık finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,52) olarak gerçekleşmiştir. Oranlar arasında kıyaslama yapıldığında DGNMO'nun aktiflerin finansmanında ciddi bir borç yükünün altına girdiği görülmektedir. SUMAS'ın ise varlıkların finansmanında borç yerine öz kaynak finansmanına başvurduğu görülmektedir. Türkiye ortalamasına en yakın şirket olarak YONGA tespit edilmiştir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün finansal kaldıraç oranı ortalaması (0,55) olarak açıklanmıştır. YONGA bu ortalamaya ne yakın şirkettir. Öz kaynakların aktif toplamına oranı 1-finansal kaldıraç oranı olarak hesaplandığı için ayrıca yorumlanmamıştır. Çünkü finansal kaldıraç oranı ile öz kaynakların aktif toplamına oranı ters mantık çerçevesinde ele alınmaktadır.

Finansman oranı işletmenin bağımsızlığını gösteren orandır. Bu oranın en az 1 olması istenir. Yani işletme varlıkların yarısını öz kaynaklarla yarısını da yabancı kaynaklarla finanse etmesi istenilir. Kredi verenler oranın büyük olmasını işletme sahipleri ise oranın düşük olmasını isterler. DGNMO'nun son beş yıllık finansman oranı ortalaması (0,07), GENTS'nin son beş yıllık finansman oranı ortalaması (2,08), ORMA'nın son beş yıllık finansman oranı ortalaması (0,52), SUMAS'ın son beş yıllık finansman oranı ortalaması (3,20) ve YONGA'nın son beş yıllık finansman oranı ortalaması (0,97) olarak gerçekleşmiştir. SUMAS ve GENTS'nin finansman oranları kredi verenler için DGNMO'nun finansman oranı ise yöneticiler için istenilen oranlar olarak karşımıza çıkmaktadır. SUMAS ve GENTS güçlü bir öz kaynak yapısı ile çalışmaktadır. Sektör ortalamasına en yakın olan YONGA, neredeyse varlıklarının finansmanında yarı yarıya öz kaynak ve yabancı kaynak kullanmaktadır. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün ortalaması (1,24)'tür.

Borçların vade yapısı oranı işletmenin üretim sekline göre değişmektedir. Emek yoğun işletmelerde toplam borçların içerisinde kısa vadeli kaynakların oranı yüksek iken, teknoloji yoğun işletmelerde toplam borçların içerisinde uzun vadeli borçların oranı yüksektir. DGNMO'nun son beş yıllık borçların vade yapısı oranı ortalaması (2,46), GENTS'nin son beş yıllık borçların vade yapısı oranı ortalaması (0,84), ORMA'nın son beş yıllık borçların vade yapısı oranı ortalaması (0,81), SUMAS'ın son beş yıllık borçların vade yapısı oranı ortalaması (0,78) ve YONGA'nın son beş yıllık borçların vade yapısı oranı ortalaması (0,81) olarak gerçekleşmiştir. DGNMO hariç diğer dört işletmede kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki oranı 1'in altında gerçekleşmiştir. Mobilya sektörü teknoloji yoğun bir sektör olarak kabul edildiği için bu oranın genel itibarıyla 1'in altında olması kabul edilebilir.

3.3. Faaliyet Oranları Açısından BIST-İmalat Orman Ürünleri ve Mobilya Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Alacak devir hızı, işletmenin ticari alacaklarını ne ölçüde etkin yönettiğini ortaya koymaktadır. Bu oran işletmenin ticari alacaklarını yılda kaç defa tahsil ettiğini göstermektedir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün alacak devir hızı ortalaması (8,83)'tür. DGNMO'nun son beş yıllık alacak devir hızı oranı ortalaması (6,48), GENTS'nin son beş yıllık alacak devir hızı oranı ortalaması (6,41), ORMA'nın son beş yıllık alacak devir hızı oranı ortalaması (3,35), SUMAS'ın son beş yıllık alacak devir hızı oranı ortalaması (45,24) ve YONGA'nın son beş yıllık alacak devir hızı oranı ortalaması (18,09) olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalaması yaklaşık 9 kez olduğundan hareket ederek SUMAS VE YONGA'nın alacak devir hızı diğerlerine göre daha yüksektir ve bu iki işletmenin alacak devir hızı oranı sektör ortalamasının da üzerinde gerçekleşmiştir. SUMAS ve YONGA, alacaklarını diğer işletmelere göre daha etkin yönettikleri görülmektedir.

Stok devir hızı, stokların ne ölçüde etkin yönetildiğinin bir göstergesi olarak işletmede stokların ne kadar hızlı satıldığına göstergesidir. Stokların yılda kaç kez devrettiğini ortaya koyan bu oran üretim işletmeleri için oldukça fazla önemlidir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün stok devir hızı ortalaması (3,71)'dir. DGNMO'nun son beş yıllık stok devir hızı oranı ortalaması (2,08), GENTS'nin son beş yıllık stok devir hızı oranı ortalaması (2,42), ORMA'nın son beş yıllık stok devir hızı oranı ortalaması (4,22), SUMAS'ın son beş yıllık stok devir hızı oranı ortalaması (4,07) ve YONGA'nın son beş yıllık stok devir hızı oranı ortalaması (2,35) olarak gerçekleşmiştir. Sektördeki işletmelerin yaklaşık yılda 4 kez stoklarını bitirdiği görülmektedir. ORMA ve SUMAS'ın stok devir hızı sektör ortalamasından daha yüksek çıkmıştır. Bu iki işletme diğerlerine göre stoklarını daha etkin kullanmaktadır.

Aktif devir hızı, satış hasılatının toplam varlıklara bölünmesiyle elde edilir. Aktif devir hızı sonucunda ortaya çıkan sonucu yorumlarken sektör açısından değerlendirme yapılmalıdır. Toplam varlıkların içerisinde duran varlıkların fazla olduğu sektörlerde aktif devir hızı düşük çıkarken, duran varlıkların oranının az olduğu sektörlerde aktif devir hızı yüksek çıkmaktadır. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün aktif devir hızı ortalaması (1,08)'dir. DGNMO'nun son beş yıllık aktif devir hızı oranı ortalaması (0,97), GENTS'nin son beş yıllık aktif devir hızı oranı ortalaması (1,05), ORMA'nın son beş yıllık aktif devir hızı oranı ortalaması (0,50), SUMAS'ın son beş yıllık aktif devir hızı oranı ortalaması (1,27) ve YONGA'nın son beş yıllık aktif devir hızı oranı ortalaması (0,98) olarak gerçekleşmiştir. Elde edilen sonuçlar incelendiğinde ORMA'nın aktif devir hızı hem sektör ortalamasından hem de sektördeki diğer işletmelerden daha düşük gerçekleşmiştir. GENTS'nin aktif devir hızı

sektör ortalaması ile neredeyse aynıdır. Mobilya sektöründe duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payının yüksek olması aktif devir hızının düşük çıkmasına neden olmaktadır.

Öz kaynakların devir hızı, işletmenin öz kaynaklarını ne derece etkin kullandığını göstermektedir. Oranın yüksek olması işletmenin öz kaynaklarını etkin kullandığını göstergesidir. Ancak oranın normalin çok üstünde olması işletmenin öz kaynaklarının yetersiz ve yabancı kaynaklardan çok fazla yararlandığını göstergesidir. Oranın düşük olması ise öz kaynakların mevcut sektöre göre fazla olduğunu ve etkin kullanılmadığını göstermektedir (Elmas, 2017: 139). Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün öz kaynak devir hızı ortalaması (2,33)'tür. DGNMO'nun son beş yıllık öz kaynak devir hızı oranı ortalaması (52,00), GENTS'nin son beş yıllık öz kaynak devir hızı oranı ortalaması (1,63), ORMA'nın son beş yıllık öz kaynak devir hızı oranı ortalaması (1,72), SUMAS'ın son beş yıllık öz kaynak devir hızı oranı ortalaması (1,67) ve YONGA'nın son beş yıllık öz kaynak devir hızı oranı ortalaması (2,09) olarak gerçekleşmiştir. DGNMO'nun öz kaynak devir hızı sektör ortalamasının çok ama çok üstünde çıkmıştır. Oranın çok yüksek olmasının temel sebebi olarak işletmenin varlık temininde öz kaynak yerine yabancı kaynak kullanmayı tercih etmesi gösterilebilir. (0,94) kaldıraç oranına sahip DGNMO'nun öz kaynak devir hızının bu kadar yüksek çıkması normaldir. Diğer dört işletmenin öz kaynak devir hızı sektör ortalamasına yakın değerlerde gerçekleşmiştir. DGNMO'nun kaynak yapısının diğer dört işletmeye göre farklı olduğu söylenebilir.

3.4. Karlılık Oranları Açısından BIST-İmalat Orman Ürünleri ve Mobilya Şirketlerinin Değerlendirilmesi

Brüt kar marjı oranı, satışlar üzerinden elde edilen brüt karlılığı göstermesi açısından son derece önem arz etmektedir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün brüt kar marjı ortalaması (%27,1)'dir. DGNMO'nun son beş yıllık brüt kar marjı ortalaması (%32,6), GENTS'nin son beş yıllık brüt kar marjı ortalaması (%23,2), ORMA'nın son beş yıllık brüt kar marjı ortalaması (%24,4), SUMAS'ın son beş yıllık brüt kar marjı ortalaması (%31,8) ve YONGA'nın son beş yıllık brüt kar marjı ortalaması (%25,8) olarak gerçekleşmiştir. DGNMO ve SUMAS'ın brüt kar marjları sektör ortalamasının üstünde gerçekleşmişken diğer üç şirketin brüt kar marjı oranı sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Ancak sektördeki tüm işletmelerin brüt kar marjı değerleri sektör ortalamasına yakın gerçekleşmiştir.

İşletmenin brüt karından faaliyet giderlerinin düşürülmesi ile bulunan faaliyet kar marjı da işletmeler için önemlidir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün faaliyet kar marjı ortalaması (%13,8)'tür. DGNMO'nun son beş yıllık faaliyet kar marjı ortalaması (%10,4), GENTS'nin son beş yıllık faaliyet kar marjı ortalaması (%13,2), ORMA'nın son beş yıllık faaliyet kar marjı ortalaması (%12,6), SUMAS'ın son beş yıllık faaliyet kar marjı ortalaması (%27,4) ve YONGA'nın son beş yıllık faaliyet kar marjı ortalaması (%15,6) olarak gerçekleşmiştir. SUMAS ve YONGA'nın esas faaliyet kar marjı sektör ortalamasının üstünde gerçekleşmişken diğer üç işletmenin esas faaliyet kar marjı sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Ancak brüt kar marjında olduğu gibi faaliyet kar marjında da sektör ortalamasından aşırı bir sapmanın olmadığı sadece SUMAS'ın ortalamasının sektör ortalamasının çok üstünde olduğu görülmektedir.

Net kar marjı, satışlar üzerinden elde edilen net karlılığı göstermektedir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün net kar marjı ortalaması (%5,4)'tür. DGNMO'nun son beş yıllık net kar marjı ortalaması (-%3), GENTS'nin son beş yıllık net kar marjı ortalaması (%12,6), ORMA'nın son beş yıllık net kar marjı ortalaması (-%4),

SUMAS'ın son beş yıllık net kar marjı ortalaması (%24) ve YONGA'nın son beş yıllık net kar marjı ortalaması (%9) olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjına göre değerlendirme yapıldığında son beş yıllık ortalamalarına göre DGNMO ve ORMA'nın kar yerine zarar ettikleri diğer işletmelerin ise kar ettikleri görülmektedir. SUMAS'ın net kar marjı sektör ortalamasının çok üstünde gerçekleşmiştir. Ancak kar kavramının tek başına anlam ifade etmediği bilinmelidir. Önemli olan işletmenin sürdürülebilirliğini sağlamaktır.

Aktif karlılık oranı, işletmelerin varlıklara yapmış olduğu yatırımın sonucunda elde ettiği karlılığı ve varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Veri Analiz Platformu'na göre orman ürünleri ve mobilya sektörünün aktif karlılık oranı ortalaması (%8,4)'tür. DGNMO'nun son beş yıllık aktif karlılık oranı ortalaması (-%2), GENTS'nin son beş yıllık aktif karlılık oranı ortalaması (%13,4), ORMA'nın son beş yıllık aktif karlılık oranı ortalaması (-%1), SUMAS'ın son beş yıllık aktif karlılık oranı ortalaması (%30,8) ve YONGA'nın son beş yıllık aktif karlılık oranı ortalaması (%9) olarak gerçekleşmiştir. İşletmelerin varlıklarının finansmanında kullandığı kaynak yapısına göre aktif karlılık oranı değişmektedir. Kaynak yapısı içerisinde yabancı kaynakların oranı yüksek olan işletmelerin aktif karlılık oranı düşük çıkarken, kaynak yapısı içerisinde öz kaynakların oranı yüksek olan işletmelerin aktif karlılık oranı yüksek çıkmaktadır. DGNMO ve ORMA'nın kaynak yapısı incelendiğinde yabancı kaynakların ağırlıklı olarak kullanıldığı kaldıraç oranları bölümünde görülmüştür. Yabancı kaynakların yüksek kullanılması sonucunda bu iki işletmede aktif karlılık oranı eksi çıkmıştır. Yani DGNMO ve ORMA'nın aktif karlılık oranı negatif gerçekleşmiştir. SUMAS'ın kaynak yapısı içerisinde öz kaynak yapısının güçlü olması, bu işletmenin aktif karlılık oranının yüksek çıkmasına neden olmuştur. GENTS ve YONGA'nın aktif karlılık oranları sektör ortalamasına yakın gerçekleşmiştir.

3.5. Büyüme Oranları Açısından BİST-İmalat Orman Ürünleri ve Mobilya Şirketlerinin Değerlendirilmesi

İşletmelerin satışlarındaki büyüme oranları ile ilgili değerlendirme yapıldığında DGNMO'nun son dört yıl ortalaması yaklaşık %85'tir. GENTS'nin son dört yıldaki satışlarındaki büyüme oranı ortalaması yaklaşık %45'tir. ORMA'da bu oran %42, SUMAS'da %58 ve YONGA'da %36'dır. Satışlardaki büyüme rakamlarına göre son dört yıl içerisinde oransal anlamda en büyük büyümeyi DGNMO şirketi gerçekleştirmiştir.

Dönem karındaki büyümeye bakıldığında son dört yılda DGNMO 1,82 kat, GENTS 1,37 kat, ORMA 0,65 kat, SUMAS 0,40 kat ve YONGA 1,32 kat büyüme gerçekleştirmiştir. DGNMO diğer şirketlere göre son dört yılda ortalama karını en çok artıran şirket olarak karşımıza çıkmaktadır.

Varlıklardaki büyümeye bakıldığında DGNMO varlıklarını %87, GENTS %38, ORMA %38, SUMAS %50 ve YONGA %41 artırmıştır. Varlıklardaki büyüme oranlarına göre DGNMO şirketi diğer şirketlere göre oransal anlamda daha fazla büyümüştür. DGNMO şirketinin satışlarda, dönem karında ve varlıklarda diğer şirketlere göre oransal anlamda daha fazla büyümesi dikkat çekmektedir.

Son olarak öz kaynaklardaki büyümeye bakıldığında DGNMO öz kaynaklarını 6,97 kat, GENTS 0,78, ORMA 0,78, SUMAS 0,51 ve YONGA 0,28 kat artırmıştır. Genel olarak büyüme, işletmenin varlığını sürdürmesinden sonra gelen temel bir amaçtır. Bu temel amaç işletmenin sürdürülebilir bir yapıya gelmesindeki esas koşullardan birisidir. DGNMO'nun karlılık anlamında değerlendirildiğinde diğer şirketlere göre geride kaldığını görmüştük. Ancak

DGNMO büyüme oranlarına göre son yıllarda sürdürülebilir bir yapıya geçişin anahtarı olarak büyüme oranlarında diğer şirketlere göre daha avantajlı konumda yer almaktadır.

4. Sonuç ve Öneriler

Finansal tablolar, işletmenin mevcut durumu hakkında ilgililere bilgi veren en önemli evraklardır. Yatırımcılar, kredi kuruluşları ve devlet gibi farklı ilgililer finansal tabloları incelerler. Her kesimin finansal tablolardan beklentisi farklı olabilmektedir. Devlet elde edeceği vergi vb. karşılıklar için, kredi verenler kredi ödemelerinde problem ortaya çıkmaması için yatırımcılar ise işletmenin kendilerine kar sağlayıp sağlayamayacağını görmek için finansal tablolara ilgi duyarlar.

Finansal tablolar üzerinde yer alan hesaplar ve karşılarında bulunan tutarlar tek başlarına anlam ifade etmeyebilir. Finansal tablolar içerisinde yer alan hesapların ve tutarların anlam ifade edebilmesi için bir takım finansal analiz teknikleri ile analiz edilmesi gerekmektedir.

Finansal analiz temel analiz ve teknik analiz olmak üzere iki kısımda incelenebilir. Bu çalışmada temel analiz tekniklerinden birisi olan oran analizi yardımı ile finansal analizler yapılmıştır.

Çalışmada BIST İmalat-Orman Ürünleri ve Mobilya sektöründe faaliyette bulunan işletmelerin finansal tabloları oran analizi yardımı ile analiz edilmiştir. Orman ürünleri ve mobilya sektöründe BIST'te işlem gören 6 işletme mevcuttur. Çalışmanın giriş kısmında da bahsedildiği gibi Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. (KLSYN) isimli şirketin 2018-2019 ve 2020 yıllarına ait finansal tabloları Kamuyu Aydınlatma Platformunda yer almadığı için bu işletme analize dâhil edilmemiştir. Bu işletme dışında kalan diğer beş işletmenin 2018-2019-2020-2021 ve 2022 yıllarına ait finansal tabloları incelenmiş ve bu yıllara ait finansal tablolar üzerinde oran analizi yapılmıştır.

Oran analizi, likidite oranları, kaldıraç oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları ve büyüme oranları olmak üzere beş alt başlıkta ele alınmıştır. Yapılan analiz sonucunda elde edilen bulgular çalışmanın üçüncü bölümünde aktarılmıştır. Üçüncü bölümdeki bulgulardan bazılarına burada yer verilmiştir. Bunlar;

- SUMAS işletmesinin cari oranı hem diğer işletmelere göre hem de sektör ortalamasına göre oldukça yüksek çıkmıştır. Bu durum pek de istenilen bir durum değildir. Cari oranın bu kadar yüksek olmasının işletmenin atıl fonlara sahip olduğu algısını oluşturur ve bu durum işletmeye zarar verebilir.
- DGNMO işletmesinin finansal kaldıraç oranı oldukça yüksektir. Varlıklarının finansmanında %94 oranında borç kullanan işletmenin bu durumu biraz olsun aşağıya çekmek adına adımlar atması gerekmektedir. Ortaya çıkabilecek olağanüstü durumlarda şirket bu pozisyonda zor durumda kalabilir. DGNMO şirketinin büyüme oranlarında sürdürülebilirlik anlamında sağlam adımlar atması bu durumu da düzeltmesine yardımcı olabilir.
- SUMAS ve YONGA firmalarının alacaklarını, ORMA ve SUMAS firmalarının stoklarını diğer firmalara göre etkin yönettikleri görülmektedir. İmalat işletmeleri için alacakların ve stokların etkin yönetimi oldukça önemlidir. Çünkü depolama maliyetleri gibi maliyetlerin artmaması adına stokların, ödemelerin aksamaması adına da alacakların etkin yönetilmesi gerekmektedir.

- SUMAS işletmesinin karlılık oranı diğer işletmelere ve sektör ortalamasına göre yüksek çıkmıştır. SUMAS işletmesinin kaynak yapısının bu duruma etki ettiği söylenebilir. Ancak unutulmamalıdır ki kar tek başına riskli bir kavramdır. İşletmelerin kar etmesi o işletmelerin kusursuz bir yapıda olduğunu açıklamaz. İşletmelerin sürdürülebilir bir yapı için hareket etmeleri daha önemlidir.
- DGNMO şirketinin büyüme oranlarına göre diğer işletmelerden oransal anlamda daha fazla büyüme gerçekleşmesi önemlidir. Büyüme sürdürülebilir bir yapı için olmazsa olmaz bir durumdur. İşletmelerin büyüme rakamlarını sürdürülebilir hale getirmesi yatırımcılarına ciddi avantajlar sağlayacaktır.

Yapılan analizler sektör ortalamalarına göre değerlendirilmiş ve sonuçlar verilmiştir. Bu çalışmada yapılan değerlendirmeler tamamen akademik açıdan yapılmıştır.

KAYNAKLAR

- Akyüz, K. C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ., & Tugay, T. (2017). Borsa İstanbul'da işlem gören kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayi işletmelerinin finansal başarısızlık düzeylerinin oran analizi ve diskriminant analizi yöntemleri kullanılarak ölçülmesi. *Düzce Üniversitesi Orman Fakültesi Ormancılık Dergisi*, 13(1), 60-74.
- Alper, A., & Biçer, E. B. (2017). Kamu Hastanelerinde Finansal Performansın Oran Analizi İle Ölçülmesi: Bir Kamu Hastanesi Örneği. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 337-357.
- Aslan, T. (2018). Futbol Kulüplerinin Finansal Performansının Oran Yöntemiyle Analizi: Bist'de İşlem Gören Futbol Kulüpleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi (MUVU)/Journal of Accounting & Taxation Studies (JATS)*, 11(3), 349-362.
- Büülüç, F., Özkan, O., & Ağırbaş, İ. (2017). Üniversite hastanelerinin finansal performansının oran analizi yöntemiyle değerlendirilmesi. *Business & Management Studies: An International Journal*, 5(2), 268-281.
- Çınar, H., Yıldırım, K., & Karataş, H. (2021). Türkiye mobilya sektörüne ilişkin ithalat ve ihracat değerleri ile tasarım, patent ve marka tescil sayılarının analizi. *IDA: International Design and Art Journal (Online)*, 3(2).
- Dalak, S., Günay, E., Beyazgül, M., & Karadeniz, E. (2018). Türkiye'de Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketlerinde Finansal Analiz Tekniklerinin Kullanımı Üzerine Bir Araştırma. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 6(2), 1-14.
- Elmas, B. (2017). *Finansal Analiz Uygulamaları, TMS/TFRS'ye Göre Anlatım ve Gerçek Tablolar Üzerinden Analizler*, İmaj Yayınevi: Ankara
- Gedik, T., Muhammet, Ç. İ. L., Korkut, D. S., & KURUTKAN, M. N. (2022). Orman Ürünleri Sektöründe Risk Alma Davranışını Etkileyen Faktörlerin İrdelenmesi (TR42 Düzey 2 Bölgesi). *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 24(2), 339-350.
- Gökçe, A., & Akyıldız, M. H. (2010). Kastamonu ili orman ürünleri endüstrisi. *Kastamonu University Journal of Forestry Faculty*, 10(2), 147-16.
- <https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Mobilya%20Sekt%C3%B6r%20Raporu%202021.pdf>.
- <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2812011412>.
- <http://www.hopatso.org.tr/Portals/21/raporlar/Mobilya%20Sekt%C3%B6r%20Raporu.pdf>.
- <https://www.vap.org.tr/2016-2023-ortalama-finansal-oranlar>.
- İmren, E., & Kaygın, B. (2021). Türkiye mobilya sektörü dış ticaretinin zaman serileri yöntemiyle tahmini. *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 23(1), 149-159.
- Kavas, Y. B., & Medetoğlu, B. (2023). BIST Orman Ürünleri ve Mobilya Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin TOPSIS ve Finansal Analiz Yöntemleri ile Performanslarının Değerlendirilmesi. *Abant Sosyal Bilimler Dergisi*, 23(1), 80-97.
- Terece, Z., Edirne, J., & Kariptaş, F. S. (2020). Türkiye'de mobilya sektörünün durumu ve 2000'li yıllardan sonra küreselleşme etkisi ile değişimi. *Haliç Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi*, 3(1), 159-180.
- Yenisu, E. (2019). Finansal tabloların oran analizi ile incelenmesi: Adese örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ASED)*, 3(1), 19-45.

Finansal Kiralama ve Faktoring Sektörü Finansal Analizi

Ahmet Çakmak¹

Özet

Günümüzde şirketler için hayati önem taşıyan finansmana erişim sürecinde finansal kiralama ve faktoring sektörü bir boşluğu doldurmaktadır. Finansmana erişimin yanısıra alacak tahsili, risk yönetimi, daha uzun vadeli ve uygun maliyetli finansmana erişim gibi mikro düzeydeki katkılarının yanısıra sağlanan fonlar kanalıyla ekonomik büyümenin sağlanması gibi makro düzeyde de bir takım katkılar sağlamaktadır. Bu kapsamda ekonomik gelişim sürecinin önemli bir parçası olan finansal gelişim ve finansal derinliği sağlanmasında sektörlerin gelişimi önem arz etmektedir. Bu çalışmada BİST bünyesinde faaliyette bulunan finansal kiralama ve faktoring şirketlerinin 2018-2022 yılları arasındaki finansal performansı oran analizi yöntemiyle, sektör ortalamalarıyla kıyaslamalı olarak sunmayı, gelişme sürecinde finansal modeller için de iyileştirici bir takım önerileri sunmayı amaçlamaktadır. Çalışma için tercih edilen dönemde performans kalemlerinin büyük çoğunluğunda BİST bünyesinde faaliyette bulunan firmaların daha yüksek performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca ulaşılmasında, etkin tahsili geciken alacak yönetimi, güçlü sermaye yapısı, etkin gelir ve gider yönetim ortaklık yapılarının da etkisiyle uzun vadeli ve uygun maliyetli fon kaynaklarına ulaşabilmelerinin doğrudan etkileri görülebilmektedir.

1. Giriş

Temelinde, ekonomik sistemde fon açığı bulunanlar ile fon fazlası bulunanları bir araya getirme fonksiyonunu üstlenen finansal sistem, günümüzde riskin yönetilmesi, vekalet dayalı olarak çeşitli finansal iş ve işlemlerin yönetilmesine de aracılık etmektedir. Tüm bu süreç hukuki zemine dayanmakta olup, farklı kurum ve kuruluşlarca, farklı ürün ve hizmetler aracılığıyla sunulmaktadır. Finansal piyasaların gelişmişlik, derinlik seviyesine göre farklılık arz etmekle birlikte, genellikle finansal sistemlerin en büyük oyuncularını bankalar olarak karşımıza çıkarmaktadır. 2022 yılı verileri dikkate alınarak yapılan çalışmalarda ülkeden ülkeye farklılık arz etmekle birlikte, küresel finansal sisteminin %93'nü bankacılık sisteminin, kalan %7'lik kısmı ise bankacılık dışı finansal kuruluşlardan oluştuğu belirtilmiştir. (IMF, 2022) Piyasada fon açığı bulunanların talepleri zaman zaman farklı gerekçelerle, yoğun regülasyona tabi bankalarca daha yüksek maliyetli olarak karşılanmakta yada kimi zaman karşılanamamaktadır. Bu noktada finansman ihtiyacının karşılanmasında bankacılık dışı finansal sistem oyuncuları tercih edilmekte olup, özellikle reel sektörün yatırım, işletme sermayesi finansmanı ihtiyaçlarının karşılanmasında finansal kiralama ve faktoring kuruluşları devreye girmektedir.

2023 verilerine göre 17.380 milyar-TL büyüklüğe sahip olan Türk Finansal Sisteminin en büyük oyuncusu bankacılık sistemidir. % 17'lik paya sahip olan bankacılık dışı finansal sistem içerisinde finansal kiralama sektörünün %1, factoring sektörünün ise %1 pay aldığı görülmektedir. Küresel

¹ Doktor, ackmk0671@gmail.com, Orcid ID: 0000-0003-2677-1930

finansal sistemden alınan pay açısından kıyaslandığında bankacılık sektörünün oldukça gerisinde seyretmekle birlikte küresel ölçekte finansal kiralama işlemlerinin büyüklüğü 2021 yılı itibariyle 2,1 trilyon Usd , factoring işlemlerini büyüklüğü ise 3,7 trilyon Usd olarak gerçekleşmiştir. Finansal sistem içerisinde bankacılık sektörünü tamamlayıcı konumda, gelişmiş, etkin işleyen bankacılık dışı finans sektörünün varlığı ekonomik sistemdeki finansman kaynaklarının dağıtımı ve etkin kullanımı, ürün, kaynak ve vade çeşitliliği sunulabilmesi, tüketici için rekabet avantajı sunması, finansal şoklar karşısında nispeten daha sağlam finansal yapının oluşması, ekonomik büyüme ve kalkınma üzerindeki pozitif etkisi açısından önem arz etmektedir.

2. Türkiye’de ve Dünyada Finansal Kiralama ve Faktoring Sektörü

2.1. Finansal Kiralama Sektörü

Temel olarak finansal kiralamaı *“sahiplik hakkının sözleşme başlangıcında mal yada hizmeti kiralayanda kalacak şekilde, kira yada benzeri bir bedel karşılığında ekonomik ömrü yada uygun görülen bir süre boyunca kullanma hakkının, sözleşme süresi sonunda ise mülkiyet hakkının devredildiği sözleşme temelli bir finansman tekniği”* olarak tanımlanmak mümkündür. 1950’li yıllarda ABD, 1960’lı yıllarda çeşitli Avrupa ülkelerinde, izleyen yıllarda OECD üyesi ülkelerin büyük çoğunluğunda finansal kiralama faaliyetleri finansal sistemlerde yerini almaya başlamıştır. Ekonominin dışa açılımını hedefleyen politikalar kapsamında, artan finansman ihtiyaçlarını farklı ürün ve hizmetlerle karşılamayı hedefleyen bankalarca kurulan finansal kiralama şirketleriyle Türk Finansal sistemi ilk olarak 1985 yılında tanışmıştır. 1985 yılında çıkartılan 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu kapsamında, finansal kiralama şirketlerinin 2006 yılına kadar Hazine Müsteşarlığı tarafından sürdürülen izin ve denetim faaliyetleri, 2006 yılında kurulmasıyla BDDK’na devredilmiştir. Halen finansal kiralama kuruluşları 2012 yılında çıkan 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

2022 yıl sonu itibariyle BDDK tarafından lisanslanmış, finansal kiralama sektöründe faaliyette bulunan 21 şirket bulunmaktadır. Bununla birlikte 62 kuruluşun izni iptal edilmiştir. Tablo-1’de yıllar itibariyle finansal kiralama sektörüne ait temel veriler yer almaktadır. Sektörün varlık toplamı, özkaynak toplamı, özkaynak ve aktif karlılığı, işlem hacmi yıllar itibariyle artış göstermektedir. Bununla birlikte sektörde, personel sayısı sabit kalırken, aktif faaliyetini sürdüren firma sayısı, takipteki alacak oranı ve müşteri sayısı azalış göstermektedir. Faaliyette bulunan firmaların takipteki alacakları için ayırdıkları özel karşılık miktarları yıllar itibariyle artış göstermektedir. Bununla birlikte özkaynağın takipteki net alacakları karşılama oranı artmakta olup, bu durum finansal kuruluşların risk yönetim sürecinde görece daha temkinli davrandıklarını göstermektedir.

Tablo 1: Yıllar İtibariyle Finansal Kiralama Sektörüne İlişkin Özet Bilgiler

	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Varlık Toplamı	163.580	106.048	70.277	58.176	68.506
Özkaynak Toplamı	22.640	14.575	12.431	10.376	9.601
Takipteki Alacaklar (Brüt)(TGA-%)	4,08	5,80	6,71	8,37	7,58
Aktif Karlılık Oranı (ROA-%)	4,36	2,49	2,29	1,81	1,34
Özkaynak Karlılık Oranı (ROE-%)	30,79	14,93	13,22	11,58	9,82
Özkaynaklar/Toplam Aktifler %	13,84	13,74	17,69	17,84	14,01
Takipteki Alacaklar (Net)/Toplam Özkaynaklar %	8,14	13,48	13,42	19,54	24,59
Özel Karşılıklar/Takipteki Alacaklar (Brüt) %	63,15	61,44	59,29	54,07	53,69
Şirket Sayısı	21	22	22	23	24
Şube Sayısı	117	115	116	119	131
Çalışan Sayısı	1.279	1.242	1.206	1.232	1.401
Müşteri Sayısı	34.880	35.669	36.240	40.457	53.510
Sözleşme Sayısı	55.835	54.053	53.419	59.563	58.785
Net Finansal Kiralama Alacakları (Milyon TL)	103.600	88.032	57.300	48.700	60.500

Kaynak: BDDK

Finansal kiralama işlemleri yapısı gereği ağırlıklı olarak sabit sermaye ve yenileme amaçlı yatırımların finansmanında işletmelerce tercih edilmektedir. Tablo-2'de 2022 yılında yapılan finansal kiralama işlemlerinin sektörel dağılımı gösterilmektedir. Sektörel dağılıma bakıldığında Aralık 2022 itibarıyla kiralama alacaklarında imalat sektörünün %50,1 oran ile diğer sektörler göre daha yüksek seyrettiği görülmekte olup, aynı dönemde hizmet sektörünün payı yaklaşık %44,2 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sektörünün yüksek payında diğer makine ve ekipmanlar ile tekstil sektörü ön plana çıkarken, bu sektörleri metal sanayi izlemektedir. Hizmet sektörü tarafında, inşaat makineleri ve gayrimenkul sektöründeki sat geri kirala işlemine bağlı olarak inşaat sektörü öne çıkmaktadır. Toplam işlem hacmi mal grupları açısından değerlendirildiğinde iş ve inşaat makineleri %21,31, karayolu taşıtları %18,13, diğer makine ve ekipman %13,40, tekstil makineleri %10,66 ve metal işleme makineleri %9,07 düzeyinde pay alan en hacimli varlık sınıflarını oluşturmaktadır.

Tablo 2: Finansal Kiralama İşlemleri Kapsamında Sektörel Dağılımda Önemli Sektörlerin Payları

Finansal Kiralama Konusu Varlıklar	Sektörel Pay (%)
İş ve İnşaat Makineleri	21,31%
Karayolu Taşıtları	18,13%
Diğer Makine ve Ekipmanlar	13,40%
Tekstil Makineleri	10,66%
Metal İşleme Makineleri	9,07%
Yenilenebilir Kaynaklı Elektrik Enerjisi Üretim Ekipmanları	6,94%
Gayrimenkul	6,31%
Tarım Ve Hayvancılık Makineleri	3,28%
Plastik İşleme Makineleri	2,61%
Sağlık Sektörü ve Estetik Ekipmanları	1,97%
Bilgi İşlem ve Büro Sistemleri	1,45%
Matbaacılık ve Kağıt İşleme Makineleri	1,42%
Havayolu Ulaşım Araçları	1,17%
Elektronik ve Optik Cihazlar	0,84%
Gemiler ve Suda Yüzen Taşıtlar ve Araçlar	0,82%
Turizm Ekipmanları	0,52%
Enerji Verimliliği Ekipmanları	0,07%
Yenilenemez Kaynaklı Elektrik Enerjisi Üretim Ekipmanları	0,03%
Demiryolu Ulaşım Araçları	0,01%
Toplam	100%

Kaynak: FKB

2.2. Faktoring Sektörü

1980’li yıllarda izlenen ekonomideki dışa açılım politikalarıyla işletmelerin artan faaliyetleri kapsamında finansman ihtiyaçlarında da artış gözlenmiş, bankalar artan finansman ihtiyaçlarını faktoring gibi geliştirdikleri yeni ürün ve hizmetlerle karşılamaya çalışmışlardır. Bu kapsamda ilk olarak 1988 yılında bankalar bünyesinde ilk yapılar oluşturulmuş, faaliyetlere ilişkin 1994 yılı itibariyle ilave mevzuat düzenlenmiş, faktoring şirketleri bankacılık sektörünün dışında farklı tüzel kişiliklerle hizmet vermeye başlamışlardır. Kurulmasının ardından 2006 yılından itibaren faktoring şirketlerinin denetim ve gözetim faaliyetleri BDDK’na devredilmiştir. En genel şekliyle “*işletmelerin mali ve hizmet tesliminden doğan vadeli alacaklarını yönetmek ve vadesinde tahsil edilmek üzere temlik usulüyle factoring firmasına devretmesi*” olarak tanımlanan faktoring de finansal kiralama ile aynı mevzuata tabi olarak, 2012 yılında yürürlüğe giren 6361 sayılı kanun kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir.

İşletmelerin kısa vadeli işletme finansmanı ihtiyaçlarının karşılanması, alacak tahsili, ve alacağa ait risklerin azaltılması noktasında çeşitli imkanlar sunan faktoring kuruluşları, özellikle

kobi ölçeğindeki işletmeler başta olmak üzere reel sektör tarafından tercih edilmektedir. Özellikle sermaye açığı bulunan, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi ve yurtdışı faaliyetlerden kaynaklanan alacakların tahsili, ilave finansman ihtiyaçlarının giderilmesi, gelişmiş ülkelerde ise daha çok piyasa risklerinin yönetilebilmesi açısından sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir.

Tablo-3'de yıllar itibarıyla faktoring sektörüne ilişkin temel veriler sunulmaktadır.

Tablo 3: Yıllar İtibarıyla Faktoring Sektörüne İlişkin Özet Bilgiler

	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Varlık Toplamı	135.629,00	64.971,00	48.044,00	37.017,00	34.608,00
Özkaynak Toplamı	16.571,00	10.816,00	8.946,00	8.136,00	6.770,00
Takipteki Alacaklar (Brüt) (TGA-%)	6,30	2,88	3,90	5,90	6,30
Aktif Karlılık Oranı -ROA (%)	6,06	3,66	2,62	4,26	3,27
Özkaynak Karlılık Oranı ROE (%)	40,10	18,49	11,47	18,23	20,43
Özkaynaklar / Toplam Aktifler (%)	12,18	16,65	18,62	21,98	19,56
Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar (%)	1,57	2,50	3,30	5,55	5,61
Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (Brüt) 8%)	87,63	84,07	83,85	78,92	81,80
Şirket Sayısı	49,00	54,00	55,00	56,00	58,00
Şube Sayısı	357,00	350,00	343,00	352,00	354,00
Çalışan Sayısı	4.008,00	4.026,00	4.098,00	4.269,00	4.355,00
Müşteri Sayısı	73.931,00	80.373,00	74.414,00	83.636,00	92.422,00
Net Faktoring Alacakları (Milyon TL)	135.600,00	65.000,00	48.000,00	37.000,00	34.600,00

Kaynak: BDDK

Sektörün varlık toplamı, özkaynak toplamı, özkaynak ve aktif karlılığı, faktoring işlemlerinden doğan net alacak bakiyesi yıllar itibarıyla artış göstermektedir. Bununla birlikte sektörde, personel sayısı dikkate değer bir değişim göstermezken, aktif faaliyetini sürdüren firma sayısı, ve müşteri sayısı azalış göstermektedir. Faaliyette bulunan firmaların takipteki alacakları için ayırdıkları özel karşılık miktarları yıllar itibarıyla artış göstermektedir. Bununla birlikte özkaynağın takipteki net alacakları karşılama oranı artmakta olup, bu durum finansal kuruluşların olası riskler karşısında kurumların özkaynak açısından gücünü ve görece daha temkinli davrandıkları hakkında fikir vermektedir.

Tablo-4 : Faktoring İşlemleri Kapsamında Sektörel Dağılımda Önemli Sektörlerin Payları

Sektörel Dağılımda Önemli Sektörlerin Payları	12/2022
Toptan ve Perakende Ticaret Mot. Ar. Servis Hizmetleri	23.8%
Tekstil ve Tekstil Ürünleri Sanayi	9.1%
İnşaat	7.1%
Metal Ana Sanayii ve İşlenmiş Madde Üretimi	5.8%
Ulaşım Araçları Sanayi	5.2%
Taşımacılık Depolama ve Haberleşme	4.5%
Nükleer Yakıt. Petrol Ür.. Kömür Ürünleri Sanayi	3.5%
Enerji Üreten Madenlerin Çıkarılması	5.3%
Kimya ve Kimya Ürünleri ile Sentetik Lif. Sanayi	2.9%
Gıda, Meşrubat ve Tütün Sanayi	2.9%
Elektrikli Gaz ve Su Kaynakları	2.1%
Kauçuk ve Plastik Ürünleri Sanayi	2.3%
Diğer Metal Dışı Madenler Sanayi	2.4%
Kağıt Ham. ve Kağıt Ürünleri Basım Sanayi	2.2%
Makine ve Techizat Sanayi	1.9%
Elektrikli ve Optik Aletler Sanayi	1.7%
Başka Yerlerde Sınıflandırılmamış İmalat Sanayi	1.6%
Diğer Toplumsal Sosyal ve Kişisel Hizmetler	1.5%
Toplam	100%

Kaynak: FKB

Bir finansal hizmet olarak faktoring işletmelere alacak tahsilini kolaylaştırma ve risk yönetimiyle ilgili bir takım imkanlar tanımakla birlikte, genellikle işletme sermayesine ihtiyaç duyan ve banka ve diğer finansal kuruluşlardan finansman ihtiyaçlarını karşılayamayan işletmeler tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Tablo-4’de 2022 yılında yapılan faktoring işlemlerinin sektörel dağılımı gösterilmektedir. 2022 yılı gerçekleştirmelerine bakıldığında finansal kiralama sektöründe olduğu gibi faktoring sektöründe de tüm işlemlerin %50,2’i imalat sektöründe yoğunlaşmış, imalat sektörünü %45,3 ile hizmet sektörü izlemektedir. İmalat sektörünün yüksek payında metal ana sanayii ve işlenmiş madde üretimi ile tekstil sektörü ön plana çıkmaktadır. Hizmet sektörü tarafında, toptan ve perakende ticaret motorlu araçlar ve servis hizmetleri, inşaat makineleri ve inşaat sektörü öne çıkmaktadır.

3. Finansal Kiralama ve Faktoring Sektörü Mali Analizi

İşletmelerin finansal durumlarının analizi gerek mevcut dönem performansının analizi gerekse gelecek dönem durumlarının belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. Faaliyetlerin sürdürülebilirliği açısından işletme sermayesinin durumu, yükümlülüklerin karşılanıp karşılanamaması ile ilgili olarak işletmenin durumu, varlıklara yapılan yatırımların durumu,

faaliyetlerin sonuçlarının işletme kar/zararına etkisi analiz sürecinde yanıtlanması gereken önemli hususlardandır. Analiz neticesinde ortaya çıkan sonuçlar işletmelerin mali yönden gelişimi, faaliyetlerin etkinliği, işletmenin gelecek dönemde karşı karşıya olduğu risklerin tespiti ve alınması gereken önlemler ile faaliyetlerdeki iyileştirmelerin ortaya konulması açısından önem arz etmektedir. Akgüç (2011) mali analiz statik ve dinamik olmak üzere ikiye ayırmakta olup, statik analizi; işletmenin belirlenen zaman dilimindeki finansal durumunun, dinamik analizi ise işletmenin belirli bir süreçteki finansal durumunun analiz edilmesi şeklinde tanımlamıştır. Bunun dışında işletmelerde finansal analize ilaveten yönetim, kredi ve yatırım, pazarlama gibi farklı alanlardaki amaçlar için de analizler gerçekleştirilmektedir.

Birçok yöntem kullanılmakla birlikte işletmelerin mali analizinde rasyo (oran) analizi, yatay (karşılaştırmalı) analiz, dikey analiz (yüzde), eğilim (trend) yüzdeleri analizi sıklıkla kullanılmaktadır. Çalışma kapsamında Türkiye’de faaliyette bulunan ve BİST 100’de işlem göre finansal kiralama ve faktoring firmalarının oran analizi yöntemiyle finansal analizi yapılacaktır.

3.1. Oran Analizi

Finansal analiz sürecinde sıklıkla başvurulan analiz yöntemlerinden olan oran analizinde amaç, ilgili mali tablo kalemleri arasındaki ilişkileri matematiksel açıdan anlam doğuracak şekilde işletmenin mali durumu, faaliyet verimliliği ve faaliyetlerin kar/zarar durumunu ortaya koyabilmektir. Mali tablolara bağlı kalarak birçok rasyo hesaplanabilmekte olup, Akgüç (2011)’e göre kendi içinde anlamlı ve tutarlı olup olmadığına dikkat edilerek hesaplanan oranların gerek geçmiş yıl değerleriyle gerek sektör ve uluslararası standartlar açısından genel kabul gören diğer oranlarla karşılaştırılması gerekmektedir. Rasyoların yorumlanmasında ekonomik, uluslararası, çevresel, sektörel farklılıkların dikkate alınması önemlidir Çanakçıoğlu (2016). Analiz beklenen hedefe ulaşmada, analize dahil edilen kalemlerin anlamlılığının yanısıra, işletmenin stratejik hedefleri, amaçları ve faaliyet döngüsüyle birlikte yorumlanması, değerlendirilmesi gerektiğini aksi takdirde analiz neticesinde hatalı sonuçlara ulaşılacağını ifade etmiştir.

Kısaca ifade etmek gerekirse, bir Finansal analiz sürecinde işletmenin içsel değişkenlerinin birbiriyle olan ilişkilerinin yanısıra, ekonominin geneli ve sektöre ait makro ve mikro düzeydeki etkileyicileri, işletmenin faaliyet döngüsü, stratejik hedefleri ve amaçları birlikte ele alınmalıdır.

3.1.1. Likidite Oranları

İşletmenin yöneticileri, işletmeye borç verenler açısından yükümlülüklerin ödenip ödenemeyeceği hususu önemlidir. İş modeli gereği yüksek kaldıraç ile işlem yapan finansal kurumlarda likidite yeterliliğinin ölçülmesi ve olası likidite riskinin önlemeye dönük likidite yönetim süreçlerinin oluşturulması gerekmektedir (Çakmak ve Sunal, 2023). Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığı hakkında bilgi edinmek için kullanılmaktadır. Finansal kurumların faaliyet biçimi kapsamında, likidite yeterliliğinin hesaplanması diğer sektörlerden farklılık arz ederken, sıklıkla likidite yeterlilik oranı, likit varlık oranı, likit varlıkların toplam varlıklara oranı gibi farklı rasyolar kullanılmaktadır. Çalışma kapsamında likidite yeterliliğini hesaplanmasında;

- Likit Oran: $\text{Likit Varlık Toplamı} / \text{Toplam Varlık}$
- Cari Oran: $\text{Vadesi 1 Yılandan Kısa Varlık Toplamı} / \text{Vadesi 1 Yılandan Kısa Yükümlülük Toplamı}$

oranları kullanılacaktır.

3.1.2. Mali Yapıya İlişkin Oranları

İşletme faaliyetlerinin ne şekilde finanse edildiği mali yapı oranları aracılığıyla belirlenmektedir. Kaynak, finansman kompozisyonu özkaynak, yabancı kaynak ağırlığı kaynak maliyeti, risklerin yönetimi ve işletmenin diğer süreçlerine bağlı olarak dizayn edilir. Bununla birlikte işletmenin faaliyet döngüsü kapsamında, aktiflerinde ve dolayısıyla nakit akışlarındaki bozulma, faaliyetlerinden zarar oluşması ve faaliyet sürekliliğini etkileyen diğer risklerin oluşması durumunda yükümlülüklerini yerine getirmesiyle ilgili bir riskin bulunup/bulunmadığının ortaya konulması amaçlanır (Akgüç, 2011, s:447). Mali yapı oranlar işletmenin mali yapısı hakkında bilgi sunarken işletmenin karşı karşıya olduğu risklerin faaliyetlere olası etkisi ile ilgili fikir sunmaktadır.

Çalışma kapsamında işletmelerin finansal yapılarını ortaya koymak için;

- Kaldıraç
- Özkaynak/Toplam Aktif
- Finansal Kiralama Alacaklar-Factoring Alacakları / Aktif toplam
- TGA (Tahsili Geciken Alacaklar): Takipteki Alacaklar (Brüt)/ Toplam Alacaklar
- Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (Brüt)
- Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar

oranları kullanılacaktır.

3.1.3. Gelir ve Büyüme Oranları

İşletmelerde faaliyet sürekliliğinin sağlanması, işletmelerin gelir elde etmesi kadar geliri hangi alanlardan elde ettiği ve sürdürülebilir olup olmadığının analiz edilmesini gerekli kılmaktadır. Elde edilen gelirlerin bir kısmı faaliyetlerden elde edilen sürekli nitelikli gelir ve giderlerden oluşurken bir kısmı faaliyet dışı, arızı nitelikteki gelir ve giderlerden oluşmaktadır. Hangi alandan ne düzeyde gelir/gider elde edildiği, gelir/giderin kaynağı, ilgili diğer bilanço ve gelir kalemleri ile gelir/gider kalemleri arasındaki ilişkiler analiz kapsamında hesaplanan gelir oranlarıyla sunulmaktadır. Gelir gider kalemlerindeki değişimler işletmenin finansal süreçlerini doğrudan etkilemektedir. gelir tablosu hesapları ve ilişkili bilanço hesapları kullanılarak hesaplanan gelir ve karlılık oranlarıyla gelir gider analizleri yapılabilmektedir. Çalışmada;

- Net Faaliyet Geliri/Toplam Gelir
- Esas Faaliyet Giderleri / E.F.Gelirleri
- Faiz Karşılama Oranı: (Dönem Net Kar/Zararı + Finansman Gideri) / Finansman gideri
- Aktif Devir Hızı
- Özkaynak Devir Hızı

oranları kullanılacaktır.

3.1.4. Karlılık Oranları

Faaliyetlerden kar elde ediliyormu ? Kar düzeyi yeterlimi ? Hangi alanlardan sağlanıyor? gibi sorular karlılık oranları aracılığıyla yanıt bulabilmektedir. Karlılık oranlarının analizinde firmanın faaliyette bulunduğu sektör, ekonominin konjonktürel durumu, ulusal ve uluslararası

diğer normlar göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda, karlılıkla doğrudan ilişkili olan varlık, borç, gelir vb. alanlardaki büyüme analize dahil edilmektedir. Çalışma kapsamında işletmelerin karlılık durumunun ortaya konulmasında;

- Aktif Karlılık Oranı
- Özkaynak Karlılık Oranı
- Net Kar Marjı

oranları kullanılmıştır.

3.2. Araştırma

Çalışma Borsa İstanbul'da faaliyette bulunan finansal kiralama ve faktoring şirketlerinin yıllık mali verileri kullanılarak hazırlanmıştır. 2022 yıl sonu itibariyle Borsa İstanbul'da 4 adet finansal kiralama, 4 adet faktoring firması işlem görmektedir. Tablo-5'de analize dahil edilen firmalara ilişkin bilgiler sunulmaktadır.

Tablo-5: BİST'da İşlem Gören Finansal Kiralama ve Faktoring Firmaları

Finansal Kiralama/ Factoring Şirketleri	Kuruluş Yılı	Ödenmiş Sermaye	İşlem Gördüğü Pazar	İşlem Gördüğü Endeksler
İş finansal Kiralama	1988	695.302.645-TL	Kesin Alım Satım Pazarı - (Nitelikli Yatırımcılar Arasında) Yıldız Pazar	BIST Tüm BIST Mali BIST Tüm-100 BIST Yıldız BIST Sürdürülebilirlik BIST Fin. Kir. Faktoring BIST Kurumsal Yönetim
Qnb finansal kiralama	2018	200.000.000-tl	Kesin alım satım pazarı - (nitelikli yatırımcılar arasında)	BIST Mali BIST Yıldız BIST Fin. Kir. Faktoring
Vakıf finansal kiralama	1988	600.000.000-tl	Ana pazar	BIST Fin. Kir. Faktoring BIST Ana BIST Tüm BIST Mali
Şeker finansal kiralama	1997	50.000.000-TL	Ana pazar Kesin Alım Satım Pazarı-(Nitelikli Yatırımcılar Arasında) Kesin Alım Satım Pazarı	BIST Tüm BIST Geri Alım BIST Tüm-100 BIST Fin. Kir. Faktoring BIST Kurumsal Yönetim BIST Mali BIST Ana
Creditwest faktoring	1994	100.000.000-TL	Ana Pazar Kesin Alım Satım Pazarı(Nitelikli Yatırımcılar Arasında)	BIST Fin. Kir. Faktoring BIST Kurumsal Yönetim BIST Tüm-100 BIST Tüm BIST Ana BIST Mali

Garanti faktoring	1990	79.500.000-TL	Ana Pazar	BIST Tüm-100 BIST Mali BIST Tüm BIST Kurumsal Yönetim BIST Ana BIST Fin. Kir. Faktoring
Lider faktoring	1992	253.800.000-TL	Kesin Alım Satım Pazarı (Nitelikli Yatırımcılar Arasında) Ana Pazar	BIST Fin. Kir. Faktoring BIST Mali BIST Ana BIST Kurumsal Yönetim BIST Tüm-100 Bist Tüm
Ulusal faktoring	1999	133.500.000-TL	Ana Pazar Kesin Alım Satım Pazarı (Nitelikli Yatırımcılar Arasında)	BIST Fin. Kir. Faktoring Bist Mali BIST Tüm BIST Halka Arz BIST Ana BIST Tüm-100

Kaynak: KAP

Analiz için kullanılan veriler şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş, solo mali tabloları, BDDK veri tabanı ve Finansal Kurumlar Birliği veri tabanından temin edilmiştir. Mali tablolarda yeralan veriler, işlenerek ilgili alandaki rasyolar hesaplanmış, analiz hesaplanan rasyolar ışığında gerçekleştirilmiştir. Rasyolara ve hesaplanma metodolojisine, işletmelerin faaliyet türü ve döngüsündeki diğer sektörlerden farklılıkları dikkate alınarak karar verilmiştir.

Çalışmanın bu kısmında Borsa İstanbul'da işlem gören finansal kiralama ve faktoring şirketleri için ayrı ayrı yapılan mali analiz sonuçlarına dayanan BİST ortalaması oluşturulmuş, sektör gerçekleştirmeleriyle mukayeseyi mümkün kılabilmek amacıyla BİST ortalaması ve sektörel ortalamalar kıyaslamalı olarak verilmiştir.

3.2.1. Finansal Kiralama Şirketleri İçin Mali Analiz

Tablo-6'de yıllar itibariyle finansal kiralama sektörünün bilanço yapısı sunulmaktadır.

Tablo-6: Finansal Kiralama Sektörü Yıllar İtibariyle Aktif/Pasif Yapısı

Aktif/Pasif Yapısı	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Finansal Varlıklar (Net)	5%	6%	3%	2%	3%
Kiralama Alacakları (Net)	93%	91%	92,02%	90,29%	88,56%
Takipteki Alacaklar (Net)	0,41%	0,02%	0,98%	2,71%	3,44%
Diğer Aktifler	2%	%3	4%	5%	3%
Krediler	76,46%	73,04%	71,08%	70,49%	68,68%
Özkaynaklar	7,64%	14,51%	16,71%	20,19%	16,66%
Diğer Pasifler	11,54%	9,96%	9,92%	7,51%	13,32%
Dönem /Kar Zarar	4,36%	2,49%	2,29%	1,81%	1,33%

Kaynak: BDDK

Bilançonun aktif kısmı büyük oranda kullanılan kredilere bağlı alacaklardan oluşmaktadır. Özellikle Covid Pandemisi ve sonrası dönemde konjonktürel gelişmelere bağlı olarak finansal varlıkların bilanço içerisindeki payı artış göstermektedir. Varlıkların büyük oranda ana faaliyet alanına aktarıldığı görülebilmektedir. Bilançonun pasif kısmı ise bankalardan kullanılan krediler ve ihraç edilen menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Sektörün ana finansman kaynağı banka kredileridir. Yıllar itibariyle özkaynakların güçlü yapısı dikkat çekmektedir. Özellikle 2019 ve 2020 yıllarında özkaynaklardaki pozitif görünümünün sermaye artırımı ve kar dağıtımı ile ilgili regülasyonlara bağlı olduğu düşünülmektedir. İzleyen yıllarda özkaynaklardaki azalan görünümün iş hacmindeki yüksek artıştan birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Sektörün karlılığı yıllar itibariyle yükselmektedir.

Finansal kiralama modeli sabit sermaye başta olmak üzere yatırımların finansmanında tercih edilmesi nedeniyle yatırım yıllar itibariyle yatırım eğilimleri önem arz etmektedir. TCMB yatırım eğilim istatistiklerine göre 2018 yılında %62 artış gösteren toplam yatırım harcamaları 2019 yılında yaklaşık %36,1 olarak gerçekleşmiş olup, faaliyet döngüsü yatırım harcamalarına dayanan finansal kiralama sektörünü olumsuz etkilemiştir. (TCMB, 2018, 2019) 2021 yılına kadar süren işlem hacimlerindeki azalmaya istinaden net finansal kiralama alacakları ve aktif büyüklüklerde azalma görülürken, net karlılıkta baskı oluşturan bu durum 2021 yılında faaliyetlerdeki artışla birlikte farklı bir senaryoyu beraberinde getirmiştir. Daha uzun vadeli ve uygun faiz oranlarından finansman koşullarının sunuluyor olması, ilgili dönemde yalnızca yatırım harcamalarının değil bireysel nitelikli araç vb. alımları için de finansal ihtiyaçları için de tercih edilmesiyle, sektör büyüme trendine girmiştir. Yıllar itibariyle değerlendirildiğinde finansal kiralama şirketlerinin ana fonlama mercii bankalar olarak görülmektedir. Kar dağıtımına ilişkin BDDK'nın kısıtlamaları neticesinde mevcut karın özkaynaklara eklenmesi, menkul kıymet ihraç etmeleri kaynak çeşitliliği sağlamış olup, bu durumun 2021 yılından itibaren kaynak maliyetinin düşmesi ile birlikte, gelir ve karlılık artışını pozitif etkilediği düşünülmektedir. Tüm bunlara ilaveten bulgular değerlendirilirken 2020 Mart ayında başlayan ve izleyen yıllarda etkileri süren Covid-19 Pandemisinin etkilerini gözönünde bulundurmak uygun olacaktır.

3.2.1.1. Likidite Oranları

Analiz kapsamında işletmelerin likidite yeterliliklerinin hesaplanmasında cari oran ve likit oran rasyoları kullanılmıştır. İşletmeler için yapılan likidite analiziyle elde edilen bulgular aşağıda sunulmaktadır.

Tablo-7: Likidite Oranları

	BİST Likit Varlık Oranı Ortalaması (%)	Sektör Likit Varlık Oranı Ortalaması (%)	Cari Oran Ortalaması	Sektör Cari Oran Ortalaması
2022	0,10	0,03	1,25	1,23
2021	0,07	0,04	1,55	1,22
2020	0,03	0,05	1,46	1,32
2019	0,04	0,05	1,15	1,11
2018	0,04	0,03	0,99	1,23

Kaynak: Yazar tarafından hesaplanmıştır.

Yıllar itibariyle şirketler, dönem dönem dalgalanmalar görülmekle birlikte likidite açısından güçlü seviyede oldukları görülmektedir. Sektör genelinde 2019 ve 2020 yıllarında yoğunlaşan dalgalanmada Covid-19 pandemisinin etkisinin bulunduğu düşünülmektedir. Ancak likidite açısından pandemi döneminde bir miktar dalgalanma yaşansa da krizin etkilerini hafifletmeyi amaçlayan tedbirlerin alınmasıyla likidite üzerindeki etkisi sınırlı miktarda kaldığı görülmektedir. Örnekleme dahil edilen şirketlere ait ortalama değerler, büyük oranda piyasa ortalamalarından pozitif ayrılmakta olup, firmaların likidite açısından daha güçlü yapısı dikkat çekmektedir. Faaliyetlerin güçlü regülasyonlara tabii olması, proaktif likidite yönetimini gerekli kılarken, likidite yeterliliği üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu ifade edilebilir.

3.2.1.2. Karlılık Oranları

İşletmenin sahip olduğu varlık miktarı başına elde ettiği karı, varlıkların ne derece verimli kullanılabildiğini ifade eden aktif karlılık oranı önemli bir kar performansı göstergesidir. Benzer şekilde işletme ortaklarının dahil ettikleri sermayenin ne kadar etkin kullanıldığı ile ilgili fikir sunan özkaynak karlılığı da önemli bir karlılık göstergesidir. İşletmelerin karlılık performansının ölçülmesinde, karlılık performansının belirlenmesinde çalışmalarda sıklıkla kullanılan aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı ve net kar marjı oranı kullanılmıştır.

Tablo-8: Karlılık Oranları

	BİST Aktif Karlılık Oranı Ortalama (ROA) %	Sektör Ortalama (ROA) (%)	BİST Özkaynak Karlılık Oranı Ortalama (ROE) (%)	Sektör ROE Ortalama (%)	BİST Net Kar Marjı Ortalama (%)	Sektör Net Kar Marjı Ortalama (%)
2022	4,48	4,36	31,9	30,17	31,46	31,62
2021	2,59	2,24	18,93	14,93	30,63	30,13
2020	1,91	2,29	14,44	13,22	20,46	20,46
2019	0,84	1,81	7,07	11,58	9,76	8,27
2018	1,32	1,34	10,91	9,82	13,47	14,78

Kaynak: BDDK, FKB

Analiz neticesinde gerek sektör genelinde gerekse örnekleme dahil olan firmalar özelinde aktif karlılık oranı dalgalanma gösterdiği, örneklem grubu şirketlerin sektör ortalamasının bir miktar gerisinde performans sergiledikleri görülmektedir. Benzer analiz özkaynak karlılık oranı için de yapmak mümkün iken, firmaların ilgili dönemdeki performansları sektör ortalamasının oldukça gerisinde seyretmiştir. Özkaynak karlılığı başta olmak üzere aktif karlılığı ve net karjı gerçekleştirmelerinde pandemi dönemi sonrası 2021 ve 2022 yılında diğer yıllara göre belirgin ayrışma dikkat çekmektedir.

3.2.1.3. Mali Yapı Oranları

Tablo-9'de şirketlerin mali yapılarına ilişkin hesaplanan oranlar sunulmaktadır. Şirketlere ait varlık toplamının yaklaşık %12'lik kısmı özkaynaklarla finanse edilmekte olup, kaldıraç kullanmaya oldukça müsait faaliyet döngüsü kapsamında şirketlerin kaldıraç kullanım kapasitesi %87 seviyesindedir. Aktif toplamının büyük kısmı ana faaliyetlerden elde edilen alacaklar

oluşmakta olup, 2018 yılından 2022 yılına gelinirken yıllar itibariyle aktif toplam içerisinde ana faaliyet alanlarından alacaklar azalma, menkul kıymet yatırımlarında artış gözlemlenmektedir.

Tablo-9: Mali Yapı Oranları

BİST	Özsermaye / Toplam Aktif (%)	Kaldıraç Oranı (%)	Ana Faaliyet Alacakları (Net) / Aktif Toplam (%)	Takipteki Alacaklar (Brüt) / Toplam Alacaklar(%)	Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (Brüt) (%)	Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar (%)
2022	12,02	87,1	72	5,9	86	3,8
2021	11,63	87,4	77	6,1	92	3,3
2020	12,43	87,7	81	6,9	76	3,2
2019	13,03	87,6	82	8	67	3,32
2018	12,02	88,6	88	10	86	4,82
SEKTÖR	Özsermaye / Toplam Aktif (%)	Kaldıraç Oranı (%)	Ana Faaliyet Alacakları (Net) / Aktif Toplam (%)	Takipteki Alacaklar (Brüt) / Toplam Alacaklar(%)	Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (Brüt) (%)	Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar (%)
2022	12,02	84,1	72	4,08	63,15	8,14
2021	11,63	87,3	77	5,80	61,44	13,48
2020	12,43	84,3	81	6,71	59,29	13,42
2019	13,03	85,6	82	8,37	54,07	19,54
2018	19,56	86,6	88	7,58	53,69	24,59

Kaynak: BDDK, FKB

Sektör genelinde 2018 yılında %10 seviyesinde seyreden tahsili geciken alacak düzeyi 2022 yılına gelindiğinde % 6 seviyesine kadar gerilemiştir. BİST firmalarının tahsili geciken alacaklar bakımından 2018 ve 2019 yılında sektör ile paralel gerçekleştirmeler seyrederken, izleyen yıllarda sektörden bir miktar negatif ayrılmıştır. Bununla birlikte BİST şirketleri, ihtiyatlı risk yönetim politikaları kapsamında takip takipteki alacaklar için ayrılan karşılık miktarının arttığı, net takipteki alacakların özkaynaklar içerisindeki payı ise azaldığı gözlemlenmektedir. Faaliyet hacmi artmasına rağmen yıllar itibariyle azalan gecikmiş alacak miktarı ve özkaynağın net tahsili geciken alacakları karşılama kapasitesindeki artış, şirketlerin tahsili geciken alacak yönetiminde yüksek performans sergilediklerini göstermektedir.

3.2.1.4. Gelir ve Büyüme Oranları

İşletmelerin faaliyet sürdürülebilirliği açısından önemi olan gelir düzeyi kadar gelirin kompozisyonu, sürekliliği gibi konularda işletme açısından önem arz etmektedir. Tablo-10'da finansal kurumların gelir ve gider analizinde sıklıkla kullanılan temel rasyolar kullanılarak gelir gider analizi yapılmış ve özetleri paylaşılmaktadır.

Tablo-10: Gelir ve Büyüme Oranları

	BİST Net Faaliyet Geliri / Toplam Gelir (%)	Sektör Net Faaliyet Geliri / Toplam Gelir (%)	BİST Esas Faaliyet Giderleri / E.F.Gelirleri (%)	Sektör Esas Faaliyet Giderleri / E.F.Gelirleri (%)	BİST Faiz Karşılama Oranı: Dönem Net Kar/ Zararı + Finansman Gideri) / Finansman gideri (%)	Sektör Faiz Karşılama Oranı : Dönem Net Kar/ Zararı + Finansman Gideri) / Finansman gideri (%)
2022	34	31,44	13	14,44	148	131
2021	26,50	15,52	19,70	21,30	142	128
2020	41,50	20,47	22	26,23	136	112
2019	12	31,56	18	24,51	112	101
2018	4,8	17,23	40	24,43	115	107

Kaynak: BDDK, FKB

Örnekleme dahil edilen şirketler 2018 yılında elde ettikleri toplam gelirin %5'lik kısmı net faaliyetlerinden kaynaklanmakta olup, 2022 yılına gelindiğinde oran artan iş hacmiyle birlikte %34'ler seviyesine yükselmiştir. Yıllar itibariyle işletmelerin faaliyetleri bağlı gelir yoğunlaşmasındaki artış dikkat çekmektedir. Benzer şekilde esas faaliyet gelirlerinin esas faaliyet giderlerini karşılama oranı 2018'den 2022 yılına doğru iyileşme göstermektedir. İşletmeler her geçen yıl faaliyetlerinden faaliyetlerden elde ettikleri gelirler, faaliyetlerin neden olduğu giderleri daha yüksek oranda karşılayabilmektedir.

Faiz karşılama oranı özetle, bir işletmenin elde ettiği kar ile finansman giderlerini kaç kez ödeyebilme gücüne sahip olduğunu gösterirken, oranın yüksekliği işletmenin finansal açıdan görece güçlü bir yapıya sahip olduğu izlenimi vermektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde 2018 yılında toplam finansman giderlerinin yaklaşık 1,16 katını kazanabilecek düzeyde gelir elde edilirken, 2022 yılına gelindiğinde oran yaklaşık 1,5 kate yükselmiştir. Örnekleme dahil olan firmaların faaliyetlerine bağlı finansman giderlerindeki artışa rağmen artan gelirle birlikte daha nispeten daha güçlü finansal yapıya ulaştıkları görülebilmektedir.

Tablo-11: Büyüme Oranları

	BİST Aktif Devir Hızı (%)	Sektör Aktif Devir Hızı (%)	BİST Özkaynak Devir Hızı (%)	Sektör Özkaynak Devir Hızı (%)
2022	0,15	0,15	1,23	1,22
2021	0,09	0,09	0,78	0,78
2020	0,10	0,10	0,82	0,80
2019	0,10	0,10	0,82	0,82
2018	0,10	0,11	0,84	0,88

Kaynak: BDDK, FKB

Varlıkların kullanılarak gelir üretme kapasitesini gösteren aktif devir hızı önemli bir performans göstergesi olup, sektörel farklılıklar bulunmakla birlikte yüksek aktif devir hızına sahip işletmelerin varlıklarını daha efektif kullandıkları söylenebilir. Finansal kurumlarda aktif devir hızları çok yüksek değildir. Aktif yapısı içinde kullanılan finansmanların yüksekliği ve vade gruplarının uzunluğu oranın diğer sektörlerle nispeten düşük olmasına neden olmaktadır. 2018 ve 2022 yılları arasında sektörün aktif büyüme hızı binde 1 ve binde 1,5 arasında gerçekleşmiş olup, örnekleme dahil edilen firmalar da sektör ortalamalarına yakın performans sergilemiştir. Ancak pandemi sonrası dönemde 2022 yılında geçmiş 4 yıla bakıldığında önemli bir kırılma dikkat çekmekte olup, işletmelerin ana faaliyet konusu kullanılan finansman tutarlarındaki, finansal varlık düzeyindeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Ancak sektöre ait mali verilerin yorumlanmasında enflasyon muhasebesi uygulanmaması, gerçekleşmelerin Türk Lirası üzerinden değerlendiriliyor olması gibi kısıtlayıcı hususlara dikkate edilmelidir.

Şirketlerin sahip olduğu sermayenin ne kadar etkin kullanıldığı hakkında fikir sunan özkaynak devir hızı rasyosu da önemli faaliyet performans rasyolarından bir tanesi olmakla birlikte, yüksekliği özkaynakların etkin kullanıldığına işaret etmektedir. Sektörel farklılıklar arz etmekle birlikte 2018 ve 2022 yılları arasında finansal kiralama sektöründe ortalama binde 8 özkaynak devir ortalaması gerçekleşirken, 2022 yılında bir kırılmayla birlikte yüzde 1,23 olarak gerçekleşmiştir. Pandemi sonrası süreçte bir miktar gerilemeyle birlikte ekonominin hareketlenmesine bağlı olarak ilgili dönemde, sektör ortalamasına paralel, yükselme kaydetmiştir.

3.2.2. Faktoring Şirketleri İçin Mali Analiz

Tablo-12'de faktoring sektör bilançosunun yıllar itibariyle aktif pasif yapısı sunulmaktadır. Bilançonun aktif kısmı şirketler tarafından kullanılan kredilerden oluşmaktadır. Pasif kısım ise ağırlıklı olarak bankalar ve diğer finansal kurumlardan kullanılan krediler ve ihraç edilen menkul kıymetlerden oluşmaktadır.

Tablo-12: Faktoring Sektörü Yıllar İtibariyle Aktif/Pasif Yapısı

Toplam Aktif/Pasif Yapısı	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Finansal Varlıklar	3,0%	3,9%	3,0%	2,1%	3,9%
Faktoring Alacakları (Net)	93,8%	91,6%	92,8%	91,9%	90,8%
Takipteki Alacaklar (Net)	-0,1%	0,3%	0,5%	1,1%	1,1%
Diğer Aktifler	3,3%	4,2%	3,8%	4,8%	4,3%
Krediler	80,7%	71,2%	72,3%	69,1%	68,0%
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	7,2%	9,2%	7,9%	5,0%	10,0%
Diğer Özkaynaklar	5,94%	13,34%	16,08%	17,74%	9,5%
Diğer Pasifler	0,1%	2,6%	1,1%	3,9%	9,23%
Dönem Kar/Zarar	6,06%	3,66%	2,62%	4,26%	3,27%

Kaynak: BDDK

İşletmelerin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, alacak tahsili ve risk yönetim sürecinde önemli rolleri bulunan faktoring sektöründe sermaye yetersizliği, tahsili geciken alacakların yüksekliği, kaynak çeşitlendirme yetersizliği, risk yönetiminde yaşanan problemler

temel sorun alanlarını oluşturmaktadır. Sermayenin yetersizliği başta olmak üzere bahsedilen sorun alanları analiz döneminde de kısmen süregelmiştir. Ancak 30 milyon olan asgari sermaye düzeyinin, 2020 yılında yapılan düzenlemeyle 50 milyon TL'ne yükseltilmesi kaynak temini noktasında şirketleri zorlarken, şirket finansal görünümüne olumlu yansımıştır. 2021 itibariyle risk yönetimi kapsamında ayrılan olağanüstü yedekler özkaynakların güçlenmesine katkıda bulunurken, özkaynak karlılığı başta olmak üzere karlılık, gelir ve büyüme oranlarındaki pozitif gelişmelerde bu durumun etkileri görülebilmektedir.

Yüksek kaldıraç düzeyiyle çalışan faktoring şirketlerinin ana fon kaynağı banka kredileri olmakla birlikte, bankalar dışındaki diğer fon sağlayıcılar sektöre fon sağlama noktasında mesafeli durmaktadır. Bu noktada finansal holding grubu üyesi, bir bankacılık grubunun iştiraki konumunda olanlar sektörden pozitif ayrılmaktadır. Finansman kaynaklarındaki sınırlılık firmaların finansman giderlerini artırmakta, karı baskılamaktadır. Finansmana erişimle birlikte diğer regülasyonla da finansal görünümü doğrudan etkilemektedir. 2022 yılında finansal kurum ve kuruluşlara getirilen menkul kıymet tesis zorunluluğu, kobi dışı firmalara yoğunlaşan faktoring firmalarının finansal görünümünü ve dolayısıyla likidite başta olmak üzere mali yapı oranlarını kısmen olumsuz etkilemiştir.

2020 yılında başlayan Covid-19 pandemisi tüm sektörlerde olduğu gibi faktoring sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Yaşanan belirsizlikle birlikte faaliyetlerdeki daralmaya bağlı olarak net faktoring alacakları ile yine faaliyet hacmindeki daralmayla birlikte kaldıraç düzeyleri ve kaynak teminine yönelik menkul kıymet ihraçları da azalmıştır. Şirketler bu dönemde mevcut portföylerini koruyan, ihtiyatlı bir görünüm sergilemişlerdir.

Analiz dönemi itibariyle esas faaliyet geliri tüm faaliyet gelirinin yaklaşık %85'ni oluşturan faktoring şirketleri finansman kullandırımının azaldığı dönemlerde bilançolarında nakit ve nakit benzeri varlık miktarı ve diğer menkul kıymetler artış göstermekte, bu durum alternatif bir gelir kaynağı oluştururken, şirketlerin likidite düzeyine olumlu katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan tahsil geciken alacaklar için ayrılan karşılık giderleri, şirketlerin karlılığını olumsuz etkilemektedir. Analiz dönemi itibariyle kar rakamlarındaki dalgalanmaların bir nedeninin de karşılık giderlerindeki artış olduğu görülmektedir. Firmaların maliyet artışları, gelir azalışları, karlılık rakamlarındaki dalgalanmalar, karşı karşıya kalınan riskler faaliyet sürekliliği doğrudan olumsuz etkilemektedir. Hesaplanan oranlar neticesinde ortaya konulan bulgular, yukarıda yapılan açıklamalar zemininde hazırlanmıştır.

3.3.1.1. Likidite Oranları

İşletmeler için yapılan likidite analiziyle elde edilen bulgular Tablo-13'de sunulmaktadır.

Tablo-13: Likidite Oranları

	BİST Likit Varlık Oranı Ortalaması (%)	Sektör Likit Varlık Oranı Ortalaması (%)	BİST Cari Oran Ortalaması	Sektör Cari Oran Ortalaması
2022	1,67	1,73	1,30	1,29
2021	1,70	1,80	1,14	1,12
2020	2,10	2,20	1,07	1,09
2019	1,60	1,80	1,4	1,37
2018	1,00	1,40	1,03	1,14

Kaynak: Yazar tarafından hesaplanmıştır.

Analiz kapsamında likidite düzeyleri cari oran ve likit varlık düzeyi ile ölçülen şirketlerin dalgalanma göstermektedir. Özellikle 2019 ve Covid-19 pandemisinin başladığı 2020 yıllarında faaliyet hacminin daralmasına bağlı olarak şirketlerin likit varlık stoku artmış, kısa vadeli yükümlülükleri azalmış, likiditeleri olumlu etkilenmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların likidite göstergelerinin ilgili dönemde sektör ortalamalarına paralel seyrettiği görülmektedir. Sermaye düzeyine ilişkin regülasyonlar şirketlerin likidite düzeyini olumlu etkilemiştir.

3.3.1.2. Karlılık Oranları

Farklı karlılık göstergelerinde, analiz döneminde sektör ve BİST bünyesindeki finansal kiralama sektöründe olduğu gibi faktoring şirketlerinin de karlılık performansında dalgalanma görülmekte olup, örneklem grubu şirketlerin sektör ortalamasından daha yüksek performans sergiledikleri görülebilmektedir. Tüm sektör için pandemi sonrası dönemdeki belirgin ayrışma dikkat çekmektedir. Faaliyet hacmindeki artışla birlikte, BİST nezdindeki firmaların tahsili geciken alacaklardaki tahsilat performansı karlılığı pozitif ayrışmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo-14: Karlılık Oranları

	BİST Aktif Karlılık Oranı (ROA) %	Sektör Aktif Karlılık Oranı (ROA) %	BİST Özkaynak Karlılık Oranı (ROE) %	Sektör Özkaynak Karlılık Oranı (ROE) %	BİST Net Kar Marjı %	Sektör Net Kar Marjı %
2022	6,47	6,06	42,31	40,10	25,7	24,51
2021	2,87	3,66	20,92	18,49	14,34	14,42
2020	1,59	2,62	10,32	11,47	11,98	11,9
2019	2,53	4,26	13,07	18,23	11,11	10,82
2018	2,44	3,27	17,53	20,43	8,89	6,7

Kaynak: BDDK

3.3.1.3. Mali Yapı Oranları

Firmaların mali yapılarına ilişkin hesaplanan rasyolar Tablo-15'de paylaşılmaktadır. 2022 yıl sonu itibariyle sektör bilançosu aktif kısmını yaklaşık %94'nü faktoring alacakları, %3'nü nakit ve benzerleri kalan %3'nü ise diğer aktifler oluştururken, pasif kısmının ise yaklaşık %77'ni alınan krediler, %7'ni ihraç edilen menkul kıymetler, %12 'ni özkaynaklar, %4'nü ise dönem kar veya zararı oluşturmaktadır. Örnekleme dahil edilen firmaların da bilanço yapısı büyük oranda sektörler benzerlik sergilemektedir. Bilançonun aktif kısmı tarafıyla ana faaliyetine yoğunlaşan bir görünüm arz etmekte olup, görünüm yıllar itibariyle benzerlik göstermekte olup, konjonktürel gelişmelere bağlı olarak nakit ve benzerleri, menkul kıymet miktarının aktif toplam içerisindeki payının bir miktar artış sergilediği görülmektedir. Diğer taraftan yıllar itibariyle bilançonun pasif kısmı kullanılan krediler ağırlığı oluşturmakta iken, regülasyonlarında etkisiyle özkaynak büyüklüğü ve artan karlılıkla birlikte dönem kar zararının bilançodaki payında artış gözlenmektedir.

Tablo-15: Mali Yapı Oranları

BİST	Öz Sermaye / Toplam Aktif (%)	Kaldıraç (%)	Factoring Alacakları (Net) / Aktif Toplam (%)	Takipteki Alacaklar (Brüt) / Toplam Alacaklar (%)	Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (%)	Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar (%)
2022	15,27	84,59	85,50	2,7	85,82	1,70
2021	18,16	79,84	85,04	3,3	86,30	1,54
2020	18,74	78,65	88,00	5,6	83,06	3,30
2019	17,94	80,05	90,67	7,7	92,01	3,20
2018	18,78	80,20	92,20	7,6	91,08	2,60
SEKTÖR	Öz Sermaye / Toplam Aktif (%)	Kaldıraç (%)	Factoring Alacakları (Net) / Aktif Toplam (%)	Takipteki Alacaklar (Brüt) / Toplam Alacaklar (%)	Özel Karşılıklar / Takipteki Alacaklar (%)	Takipteki Alacaklar (Net) / Toplam Özkaynaklar (%)
2022	12,18	87,32	6,30	6,30	87,63	1,57
2021	16,65	83,05	2,88	2,88	84,07	2,50
2020	18,62	81,18	3,90	3,90	83,85	3,30
2019	21,98	78,02	5,90	5,90	78,92	5,55
2018	19,56	80,14	6,30	6,30	81,80	5,61

Kaynak: BDDK, FKB

BİST firmalarının tahsili geciken alacaklar bakımından 2018 ve 2019 yılında sektörden negatif ayrışırken, izleyen yıllarda yüksek aktif kalitesiyle birlikte sektörden pozitif ayrışmıştır. Bununla birlikte BİST şirketleri, ihtiyatlı risk yönetim politikaları kapsamında takip takipteki alacaklar için ayrılan karşılık miktarının arttığı, net takipteki alacakların özkaynaklar içerisindeki payı ise azaldığı gözlenmekte olup, sektör ortalamalarından daha yüksek performans sergilemişlerdir. Sektörün büyümesi, faaliyet hacmi artmasına rağmen yıllar itibariyle azalan gecikmiş alacak miktarı ve özkaynağın net tahsili geciken alacakları karşılama kapasitesindeki artış, şirketlerin tahsili geciken alacak yönetiminde yüksek performans sergilediklerini göstermektedir.

3.3.1.4. Gelir ve Büyüme Oranları

Tablo-16: Gelir ve Büyüme Oranları

	BİST Net Faaliyet Geliri / Toplam Gelir (%)	Sektör Net Faaliyet Geliri / Toplam Gelir (%)	BİST Esas Faaliyet Giderleri / E.F.Gelirleri (%)	Sektör Esas Faaliyet Giderleri / E.F.Gelirleri (%)	BİST Faiz Karşılama Oranı: Dönem Net Kar/Zararı + Finansman Gideri / Finansman gideri (%)	Sektör Faiz Karşılama Oranı: Dönem Net Kar/Zararı + Finansman Gideri / Finansman gideri (%)
2022	38,04	31,44	15,44	17,23	135	127
2021	29,91	15,52	17,16	18,42	120	116
2020	35,64	20,47	22,91	23,66	124	114
2019	36,63	31,56	17,47	19,02	122	118
2018	23,16	17,23	14,56	16,83	107	103

Kaynak: BDDK

Örnekleme dahil edilen şirketler 2018 yılında elde ettikleri toplam gelirin yaklaşık %24'lük kısmı net faaliyetlerinden kaynaklanmakta olup, 2022 yılına gelindiğinde oran artan iş hacmiyle birlikte %38'ler seviyesine yükselmiştir. İşletmelerin faaliyetleri bağlı gelir yoğunlaşmasındaki artış dikkat çekmektedir. Benzer şekilde esas faaliyet gelirlerinin esas faaliyet giderlerini karşılama oranı 2018'den 2022 yılına doğru iyileşme göstermektedir. Firmaların ilgili dönemde sektöre göre daha iyi performans sergilemişlerdir. İşletmeler her geçen yıl faaliyetlerinden faaliyetlerden elde ettikleri gelirler, faaliyetlerin neden olduğu giderleri daha yüksek oranda karşılayabilmektedir. 2018 yılında toplam finansman giderlerinin yaklaşık 1,07 katını kazanabilecek düzeyde gelir elde edilirken, 2022 yılına gelindiğinde oran yaklaşık 1,35 kata yükselmiştir. Sektöre göre daha iyi performans sergileyen firmaların faaliyetlerine bağlı finansman giderlerindeki artışa rağmen artan gelirle birlikte daha nispeten daha güçlü finansal yapıya ulaştıkları görülebilmektedir.

Tablo 16: Büyüme Oranları

	BİST Aktif Devir Hızı (%)	Sektör Aktif Devir Hızı (%)	BİST Özkaynak Devir Hızı (%)	Sektör Özkaynak Devir Hızı (%)
2022	0,31	0,27	1,81	1,61
2021	0,20	0,21	1,41	1,21
2020	0,16	0,14	0,99	0,79
2019	0,23	0,22	1,49	1,49
2018	0,24	0,23	1,95	1,9

Kaynak: BDDK

Finansal kurumlarda aktif devir hızları çok yüksek değildir. Aktif yapısı içinde kullanılan finansmanların yüksekliği ve vade gruplarının uzunluğu oranının diğer sektörlere nispeten düşük olmasına neden olmaktadır. 2018 ve 2022 yılları arasında sektörün aktif büyüme hızı yüzde 1 seviyesinin altında gerçekleşmiş olup, örnekleme dahil edilen firmalar da sektör ortalamalarına yakın performans sergilemiştir. Ancak pandemi sonrası dönemde 2022 yılında geçmiş 4 yıla bakıldığında kırılma dikkat çekmekte olup, kullanılan finansman tutarlarındaki, finansal varlık düzeyindeki artışın desteklediği düşünülmektedir. Diğer taraftan sektöre enflasyon muhasebesi uygulanmamış olması, gerçekleştirmelerin Türk Lirası üzerinden değerlendiriliyor olması analiz sonuçlarıyla birlikte dikkate alınmalıdır.

2018 ve 2022 yılları arasında firmaların özkaynak devir hızı ortalama yüzde 1,53 gerçekleşirken, sektör faaliyetlerindeki artışa bağlı olarak 2022 yılında yüzde 1,81 olarak gerçekleşmiştir. Pandemi sonrası süreçte bir miktar gerilemekle birlikte ekonominin hareketlenmesine bağlı olarak ilgili dönemde, sektör ortalamasına paralel, yükselme kaydetmiştir.

4. Sonuç ve Öneriler

Finansal sektör içerisinde hakim rolde olan bankacılık sektörünün tamamlayıcısı durumundaki finansal kiralama ve faktoring sektörü ekonomide dezavantajlı durumdaki küçük ölçekli firmalar için önemli imkanlar sunmaktadır. TCMB verilerine göre toplam toplam girişim miktarının yaklaşık %98'ni, reel sektördeki toplam istihdamın yaklaşık %65'ni, toplam ihracatın %30'unu oluşturan kobi ve daha küçük ölçekli işletmelerin finansal ürün ve hizmetlere olan ihtiyacı her geçen gün artış göstermektedir. Uzun vadeli ve yeterli finansmana erişim, çeşitli vergi avantajlarından yararlanılabilmesi, etkin risk yönetimi ve alacak tahsilat süreci, finansal ve mali süreçlere ilişkin etkin rehberlik sağlanan belli başlı avantajlardandır.

Çalışma kapsamında Borsa İstanbul bünyesinde işlem gören finansal kiralama ve faktoring firmalarının finansal performanslarının ortaya konulması amaçlanmıştır. Gerek faktoring gerekse finansal kiralama şirketleri için belirlenen performans alanlarında sektör ortalamalarıyla kıyaslandığında daha yüksek performans sergileyen BİST'de işlem gören şirketlerin performans göstergelerinde yıllar itibariyle belirgin olumlu değişim dikkat çekmektedir. Özellikle sermaye ve likidite yeterliliği, faaliyet verimliliği alanları sektörden pozitif ayrıtılan noktalar arasındadır. Firmaların yüksek performans sergilemesinde uzun vadeli yeterli miktarda kaynağa erişim, etkin tahsili geciken alacak yönetimi, güçlü sermaye yapısı, etkin gelir ve gider yönetim sürecinin doğrudan etkileri görülebilmektedir. Bununla birlikte bankaların sermayedar olarak yer aldığı şirketlerde performansın yüksekliği, dikkat çeken farklı bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

Her iki sektör için belli başlı problemler alanları bulunmaktadır. Gerek finansal kiralama gerekse faktoring sektörünün gelişimi açısından fon kaynaklarına erişim oldukça önem arz etmektedir. Yalnızca banka kredilerine dayanan fon yapısı özellikle maliyet ve vade boşluğu başta olmak üzere finansal kiralama şirketlerini dezavantajlı pozisyona itmektedir. Özellikle sağlanacak teşviklerle birlikte menkul kıymet ihraçlarına ağırlık verilmesi, şirketlerin pay piyasasına daha fazla yönelmesi, tahsili sorunlu alacakların satış imkanının genişlemesi, ortaklık temelli yeni finansal ürün ve hizmetlerin finansal kiralama süreçlerine dahil edilmesi, fon kaynağı açısından daha güçlü şirketleri ortaya çıkaracaktır. Bununla birlikte firmaların çeşitli faaliyetler kapsamında yasal mevzuat değişikliğine ilişkin talepleri otoritelerce dikkatle değerlendirilmelidir. Son olarak teknolojiye bağlı gelişmelere bağlı olarak, şirketlerin dijitalleşmeye uyumu, dijitalleşmenin faaliyet süreçlerine entegrasyonu, maliyetlerin azalması, gelirin artışına imkan sağlayarak verimliliği beraberinde getirecektir.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö. (2011). Mali tablolar analizi. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- akmak, A., Sunal, O. (2023). Türk bankacılık sektöründe likidite karşılama oranını belirleyen faktörler: Covid – 19 pandemi dönemini de kapsayan bir panel veri analizi uygulaması . Doğuş Üniversitesi Dergisi , 24 (1) , 399-410. DOI: 10.31671/doujournal.1201124
- anakçioğlu, M. (2016). Oran analizi rasyo analizi, finansal tablolar analizi. İstanbul: İSMMMÖ Yayını, s.165-241.
- BDDK, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylikBdmk/tr/>
- BDDK, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylikBdmk/tr/Gosterim/Factoring>
- FKB, <https://www.fkb.org.tr/mevzuat/ortak-mevzuat/kanunlar/>
- FKB, <https://www.fkb.org.tr/raporlar-ve-yayinlar/raporlar/birlik-faaliyet-raporlari/>
- İME, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>
- TCMB, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Egilib+Anketleri/Yatirim+Egilimi+Istatistikleri/>, 2018
- TCMB, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Egilib+Anketleri/Yatirim+Egilimi+Istatistikleri/>, 2019

Sembol/Kısaltma Listesi

BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
FKB	Finansal Kurumlar Birliği
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KAP	Kamu Aydınlatma Platformu
OECD	Organisation for Economic Co-Operation and Development (Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü)
ROA	Return On (Asset Aktif Karlılığı)
ROE	Return On Equity (Özkaynak Karlılığı)
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGA	Tahsili Geciken Alacaklar

Holding Sektörü Finansal Analizi

Yaşar Şahin¹

Özet

Holdingle, sahip oldukları sermayelerinin büyüklüğü, satış hacimleri ve kar elde etme potansiyelleri açısından hem yatırımcılar hem de ülke ekonomileri için önem arz eden şirketlerdir. Çalışmada Borsa İstanbul'da holding sektöründe yer alan 24 adet holding işletmesine ait 2018-2022 dönemlerini kapsayan finansal veriler oran analizi yöntemi ile ele alınmış, sektörde yer alan holdinglerin hem şirket bazında hem de sektörel açıdan değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışma kapsamındaki holdinglerin likidite, aktivite, sermaye yapısı ve karlılık oranları çalışma kapsamındaki dönemler itibarı ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular holdinglere ait ortalama likidite oranlarının kabul edilebilir düzeyde olduğunu, sektöre ait ortalama değerler dikkate alındığında holding sektöründe likidite riskinin bulunmadığını göstermiştir. Çalışma kapsamındaki holdinglerin ilgili döneme ait ortalama değerleri doğrultusunda stoklarını tüketmekte ve alacaklarını tahsil etmekte oldukça etkin olduğu, sahip oldukları varlıkların dönem içindeki hareketliliğinin de kabul edilebilir düzeyde olduğu bulgulara görülmüştür. Çalışmadan elde edilen bulgular, holdinglerin varlık finansmanında özkaynak ve yabancı kaynakları birbirine yakın düzeyde kullanmakta olduğunu göstermiş, holdinglere ait ortalama karlılık oranlarının da kabul edilebilir düzeyde olduğu özellikle 2022 döneminde toplam varlık ve özkaynak karlılığında önemli ölçüde artış olduğu görülmüştür.

1. Giriş

Dünya ekonomisinde ortaya çıkan yenilikler ve gelişmeler doğrultusunda işletmelerin rekabet edebilme güçleri büyük önem kazanmıştır. Bu doğrultuda, işletmeler yoğun rekabet karşısında ayakta durabilmek için elde edilebilecek satış gelirlerini birbirinden farklı sektörler de dâhil olmak üzere olabildiğince artırmak istemiş, faaliyet alanları genişledikçe farklı alanlarda yer alan işletmelerin merkezi şekilde yönetilmesine ihtiyaç doğmuştur. Bu bağlamda ortaya çıkan holding kavramı da özellikle 20. yüzyılın başından günümüze kadar özellikle büyük ölçekli işletmelerin yönetiminde ve ekonomide etkili bir konum elde etmiştir.

İngilizce elde tutma anlamındaki “holde” kökünden türemiş bir kelime olan holding kavramı Türk Dil Kurumu'na göre “birçok ortaklığın pay senetlerini elinde bulundurarak onları denetimi altında tutan yatırım ortaklığı” anlamına gelmekte, şirketler grubu ya da şirketler topluluğu olarak da adlandırılmaktadır (Özen ve Yeloğlu, 2006). Başka bir ifade ile holdingler, kendisi ticari ve sınai bir faaliyette bulunmayan fakat kontrol amacıyla diğer firmaların hisse senetlerini satın alan ve hukuken bağımsız olan firmalardır (Akgüç, 1998). Holding firmalarının en belirgin özelliği diğer işletmelere ait hisse senetlerini elinde bulunduran bir çatı işletme özelliğine sahip olması ve hisse senetlerine sahip olduğu işletmelerin tüzel kişiliklerinin korunmakta olmasıdır.

1 Öğretim Görevlisi Doktor, Trabzon Üniversitesi Beşikdüzü Meslek Yüksekokulu, yasarsahin@trabzon.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5205-3054

Holding firmalarına ihtiyaç duyulmasının ve holding oluşumunun temel sebeplerinin başında ise bağlı işletmeleri kontrol altında tutmak, işletmelerin tek başına büyümesinin zorluğunu azaltmak, işletmeler arasında yatırım ve sermaye transferi yaparak büyüme imkânı ve risk dağıtımını sağlamak gibi faktörler gelmektedir (Özdemir, 1999).

Holdingler genellikle faaliyet alanlarına, organizasyon ve şirketlerin yapılarına bağlı olarak farklı sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Holdingler çalışma şekilleri açısından, fiili olarak sektörde yer almayıp bağlı firmaları denetlemeyi ve kontrolü amaçlayan “tam holdingler”, bağlı firmaların ortağı olup kendileri de farklı alanlarda üretim ve ticaret faaliyetlerinde bulunan “karma holdingler” olarak ayrılmaktadırlar. Bağlı işletmelerin faaliyetlerinin yönü açısından sınıflandırılan holdingler, aynı sektörde yer alan işletmelerin bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan “yatay holdingler” ve bir mamule ait üretim sürecinde yer alan tüm işletmelerin bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan “dikey holdingler” olarak sınıflandırılmaktadırlar (Özalp ve Dereköy, 1990). Holdingler, başka şirketlere yatırım yaparak hisse senetleri ya da finansal araçlar yoluyla gelir elde etmeyi amaçlayan, portföylerinde farklı sektörlerde ait şirketlerin hisse senetlerini bulunduran “yatırım holdingleri”, finans sektöründe yer alan şirketlerin kontrolünü amaçlayan ve finansal hizmetler sunan şirketlerin faaliyetlerini kontrol etmeyi amaçlayan “finansal holdingler” ve aynı aile bünyesinde yer alan bireyler tarafından yönetilmekte olan şirketlerin bir arada tutulmasını amaçlayan “aile holdingleri” olarak da sınıflara ayrılmaktadırlar. Tanımlanan holding türleri genel olarak kullanılmakta olan bazı sınıflandırmaları ifade etmekte olup holding firmaları karmaşık ve geniş yapıları sebebiyle farklı şekillerde da gruplara ayrılmaktadır (Alpay, 1988).

2. Türkiye’de ve Dünyada Holding Sektörü

Sanayi devrimiyle birlikte birçok sektörde rekabet artmış ve şirketler birleşme veya satın alma yoluyla güçlerini birleştirmeye başlamıştır. İşletmelerin rekabetten korunması ve karlarını artırması amacıyla başlangıçta iş ortaklıkları, centilmenlik anlaşmaları gibi birliktelikler ve işletmeler arasında karteller ortaya çıkmış, bu anlaşmalar zaman içinde tröst anlaşmalarına dönüşmüştür. Ancak tröstlerin yasal olmadığı kabul edildikten sonra şirket birliktelikleri için yeni form olan holding firmalar kurulmuş ve bu kuruluş hızla yayılmaya başlamıştır (Kishida, 1999). Holdingler 19. yüzyılın sonlarında ve 20. yüzyılın başlarında başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere Avrupa’da ve pek çok ülkede yer almaya başlamış, bu süreçte ülke ekonomilerinde büyük ölçekli sanayi kuruluşları meydana gelmiş ve bu kuruluşlar farklı sektörlerdeki şirketleri satın almaya veya bu şirketler ile birleşmeye başlamıştır.

2.1. Türkiye’de Holding Sektörü

Dünya genelinde 19. yüzyılın başlarında ortaya çıkan holdingler Türkiye’de ancak 1960’lı yıllardan itibaren görülmeye başlanmıştır. Bu gecikmenin en büyük nedeni, Türk şirketlerinin sermaye ve organizasyon yapılarındaki yetersizlikler olmuş, uzun dönemli kalkınma planları, ülke genelinde anonim şirketlerinin yaygınlaşması, Ticaret Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu’nda avantaj sağlayan düzenlemeler sayesinde Türkiye’de holdingleşmeler görülmeye başlamıştır. Türkiye’nin ilk holding oluşumu, 1960 yılında emekli subayların tazminatlarının değerlendirilmesi amacıyla kurulan Yatırım Holding olmuş, bunu 1963 yılından sonra kurulan Koç Holding ve Hacı Ömer Sabancı Holding izlemiştir (Özalp ve Dereköy, 1990).

İlk holding oluşumu 1960 yılında görülmekle birlikte 1933 yılında kurulmuş olan Sümerbank 1950’li yıllara geldiğinde çeşitli sektörlerde faaliyet göstererek ve nitelik olarak holding benzeri

bir yapıya sahip olarak ekonomide yer almıştır (İldır, 2003). 1974 yılında hisse senetlerinin halka açılmaya başlaması holdingler öncülüğünde gerçekleşmiş, bu dönemde toplumda holding şirketlerin en değerli ortaklık olduğu inancı pekişmiştir (Tekinalp, 2015).

Türkiye’de holdinglerin gelişimi hızlı ilerlemiş, özellikle 1980’lerden sonra Türkiye’de faaliyet gösteren holdingler büyük bir ivme kazanmıştır. Türkiye’de enerji, gıda, bankacılık, inşaat, turizm, medya gibi hemen hemen tüm sektörlerde faaliyet gösteren holdingler ülke ekonomisinin gelişmesinde önemli fayda sağlamaktadırlar. Sermaye büyüklükleri, pazardaki konumları, çalışan sayısı, satış hacmi gibi pek çok açıdan ülke ekonomisi içinde önemli bir yere sahip olan holdingler, sermaye piyasaları ve yatırımcılar açısından da her zaman büyük önem arz etmektedir. Ayrıca Türkiye’deki bazı holdingler, uluslararası arenada da faaliyet göstererek hem Türkiye ekonomisine girdi sağlamakta, hem de marka değeri yaratarak ülke itibarını artırıcı etki göstermekte, yatırımcılar açısından Türkiye’ye olan güveni artırarak uluslararası yatırımların ülkeye transferine de katkı sağlamaktadırlar.

2.2. Dünyada Holding Sektörü

Anavatanı Amerika Birleşik Devletleri olarak gösterilebilecek olan holding firmaları için 1888 yılında New Jersey’de bir demiryolu şirketinin hisse senedi alımları için yetkilendirilmesi bu uygulamanın başlangıcı olmuştur. Şirketlerin birbirleriyle dayanışması ve birbirlerinin yönetimlerinde söz sahibi olabilmeleri amacıyla hisse senetlerinin satın alınması yoluna gitmeleri zaman içinde yaygınlaşmış, 1929 yılında holding yapılaşmasını yasal olarak kabul eden eyalet sayısı 30’a yükselmiştir (Özalp ve Dereköy, 1990). Amerika Birleşik Devletleri’nde “Conglomerate” kavramı ile ifade edilen holding firmaların öncüleri Dupont, Standart Oil Co., American Telephone and Telegraph Co., American Locomotive Co., Eastern Kodak Co., General Motors gibi şirketler olmuş, 1970’li yıllara kadar 40 civarında holding ülke ekonomisinde önemli yer elde etmiştir. Özellikle 1980’li yıllardan sonra ülke genelindeki holding firma oluşumları artmaya başlamış, günümüzde Amerika Birleşik Devletleri’ndeki holdingler hem ülke ekonomisinde hem de dünya ekonomisinde etkili olmuş, dünyanın en büyük ve güçlü işletmeleri arasında yer alabilmişlerdir.

Holding şirketler 20. yüzyılın ilk yarısında İngiltere, Almanya, Fransa, Japonya ve Belçika gibi ülkelerde de büyük gelişim kaydetmiş, Güney Kore, Çin ve Rusya gibi ülkelerde ise 1950’li yıllardan sonra gelişme kaydederek ekonomik sistemin önemli aktörlerinden olmuştur. İngiltere’de savaş ve bazı faktörlerden nedeniyle 1920’li yıllara kadar sadece birkaç firma ilişkilerini birleştirmek ve bağlı firmalar aracılığıyla işletme faaliyetlerini üstlenmek için holding firma yapısı kullanılmış, dolayısıyla 1928 yılına kadar herkes tarafından kabul edilmiş bir holding tanımı gerçekleşmemiştir (Avcı, 2019).

İngiltere’de 1948 yılında çıkartılan Şirketler Kanunu (Companies Act.) ile 1967 yılında çıkartılan ve 1948 yılı Kanunu’nu yeniden düzenleyen Şirketler Kanunu, holdingleşmeye imkân yaratmıştır. Fransa ve Almanya’da ise sırasıyla 1943 ve 1965 yıllarında yapılan yasal düzenlemeler ile bazı kısıtlamalar ile holdingleşmeye izin verilmiştir (Özalp ve Dereköy, 1990). Belçika’da sermaye akışını kontrol ve organize etme amacıyla 1882 yılında ortaya çıkan holdingler genel olarak sermaye yönetimi faaliyetlerini gerçekleştiren finansal kuruluşlar olarak görülmektedir. Rusya’da holding şirketlerin ortaya çıkması 1991 yılında Sovyetler Birliği’nin dağılması sonrasında piyasa ekonomisine doğru yönelmesi ile başlamaktadır. İlerleyen süreçte yenilik ve ticaret özgürlüğü anlayışı ile oluşturulan politikalar doğrultusunda ortaya çıkan çok sayıda holdingler ülkenin ekonomik yapısının değişiminde ve liberal ekonomiye geçiş sürecinde de etkili olmuştur.

Çin, Güney Kore ve Japonya’da holding şirketlerin ortaya çıkması 1950’li yıllardan sonra hükümetlerin kontrolüyle ortaya çıkmaya başlamıştır. Güney Kore’de sanayi yapılaşmasının temellerinin atılması amacıyla büyük firmalara ihtiyaç duyulması sonucunda ortaya çıkan holdingler 1980’li yıllardan sonra oluşan mali serbestlik düzenlemeleriyle büyüme göstermiş olup günümüzde başta elektronik ve otomotiv sektörleri olmak üzere dünyanın önemli holdinglerine ev sahipliği yapmaktadır. Hükümet politikalarının ekonomide etkin olarak yer aldığı Çin’de borsada yer alan şirketler genellikle holdingler tarafından yönetilmekte, bu holdingler de hükümet tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilmektedir. Dünya Savaşı sonrasında Japonya’da banka destekleri ile teşvik edilen holding şirketler genellikle dikey yapılaşma şeklinde kurulmuş, bir grup işletme arasındaki sistematik ilişkileri organize etmeyi amaçlamıştır (Grabowiecki, 2006).

3. Holding Sektörü Mali Analizi

Çalışmada Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan holding sektörü işletmelerinin finansal açıdan analiz edilmesi ve bulguların hem şirketler hem de sektör açısından değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Borsa İstanbul’da halka açık olarak faaliyet göstermekte olan holdingler XHOLD kodu ile BİST Holding ve Yatırım Endeksi kapsamında yer almaktadır. Çalışma kapsamında Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) şirket-sektör sınıflandırmasında holding sektöründe yer alan, yatırım holding şirketi olarak faaliyet göstermemekte olan ve 2018-2022 dönemlerini kapsayan beş yıllık finansal veriye sahip 24 adet holding ele alınmış, şirketlere ait mali tablolar oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada ele alınan holding sektörü işletmeleri ve borsa kodları Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Çalışmada Analiz Edilen Holdingler ve Borsa İstanbul Kodları

Borsa Kodu	Şirket Adı
Aghol	Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.
Alark	Alarko Holding A.Ş.
Bera	Bera Holding A.Ş.
Dohol	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
Ecilc	Eis Eczacıbaşı İlaç Sınai Ve Fin. Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş.
Gsdho	Gsd Holding A.Ş.
Sahol	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
Ieyho	Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.
Ihlas	İhlas Holding A.Ş.
Ihyay	İhlas Yayın Holding A.Ş.
Isbir	İşbir Holding A.Ş.
Ittfh	İttifak Holding A.Ş.
Kchol	Koç Holding A.Ş.
Mzhld	Mazhar Zorlu Holding A.Ş.
Metur	Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş.
Nthol	Net Holding A.Ş.
Ostim	Ostim Endüstriyel Yatırımlar ve İşletme A.Ş.
Otto	Otto Holding A.Ş.
Polho	Polisan Holding A.Ş.
Tavhl	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
Tkfen	Tekfen Holding A.Ş.
Trcas	Turcas Petrol A.Ş.
Sise	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
Verus	Verusa Holding A.Ş.

Çalışmada ele alınan holdinglere ait veriler likidite düzeyleri, faaliyet oranları, sermaye yapıları ve karlılık oranları açısından analiz edilmiş, elde edilen sonuçlar her bir şirket için yıllar itibarı ile genel eğilimi tespit etmek, karşılaştırma yapabilmek ve sektör ortalamaları hakkında bilgi elde edebilmek amacıyla incelenmiştir.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, kısa bir ifade ile işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme kapasitesi olarak tanımlanabilmektedir. Aynı zamanda işletmelerin cari borçlarını ödeme riskini tespit etmeyi amaçlayan bu oranlar temelde cari oran, asit test (likidite) oranı ve nakit oranı olarak sınıflandırılmakta olup aşağıda yer alan Tablo 2’de Borsa İstanbul holding sektörü işletmelerinin 2018-2022 dönemlerine ait cari oranları yer almaktadır.

Tablo 2. Şirketlere Ait Yıllık Cari Oran Değerleri

Cari Oran	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,9709	0,9379	0,9468	0,8736	1,0288	0,9516
Alark	1,7981	2,2337	2,2213	1,1447	1,1507	1,7097
Bera	1,2958	1,5969	2,0595	1,9305	2,4909	1,8747
Dohol	2,3487	2,4684	2,8325	2,6151	2,0229	2,4575
Ecilc	3,7743	2,7927	3,0606	3,3098	2,0247	2,9924
Gsdho	4,2105	4,8127	3,3327	3,7887	3,8484	3,9986
Sahol	0,7254	0,7423	0,7671	0,7675	0,7990	0,7603
Ieyho	1,1349	1,1928	1,4349	1,5223	2,1647	1,4899
Ihlas	1,6419	2,0521	4,1959	2,5461	5,0514	3,0975
Ihyay	2,1769	2,1386	7,4983	10,0522	5,1512	5,4035
Isbir	1,0251	1,1591	1,3053	1,6123	1,7758	1,3755
Ittfh	0,8920	1,0258	1,3838	2,2044	2,5714	1,6155
Kchol	1,5961	1,3931	0,8241	0,8539	0,8572	1,1049
Mzhld	1,2613	1,4008	2,4413	1,0129	1,4591	1,5151
Metur	1,6172	2,0331	2,8779	2,6597	1,8391	2,2054
Nthol	1,3479	1,1482	0,7755	0,8574	0,5080	0,9274
Ostim	0,9760	1,5787	1,5686	2,6722	1,6449	1,6881
Otto	0,2939	0,2739	0,1942	0,1346	6,5518	1,4897
Polho	1,1922	1,3202	1,2749	1,2196	1,2371	1,2488
Tavhl	1,0913	1,1961	0,8460	0,9177	1,0282	1,0158
Tkfen	1,3195	1,3871	1,2059	1,1785	1,2250	1,2632
Trcas	0,9726	1,1052	0,8950	0,7342	1,8224	1,1059
Sise	1,7176	2,1049	2,5754	1,8797	2,0721	2,0699
Verus	10,6865	22,7977	25,2323	22,6667	5,0175	17,2802
Sektör Ortalaması	1,9194	2,5372	2,9896	2,8814	2,3059	2,5267

Elde edilen sonuçlar doğrultusunda ilgili dönemde Verusa Holding A.Ş.’nin 2018-2021 dönemleri arasında oldukça yüksek cari oran değerlerine sahip olduğu dikkat çekmekte, 2022 yılında bu oranın 5,0175 düzeyine düşmekle birlikte sektör ortalamasından oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu işletmenin cari oran değerlerinin bu denli yüksek olmasında dönen varlıkları ve toplam varlıkları karşılığında çok düşük kısa vadeli yükümlülüğe sahip olduğu görülmekte, cari borçları ödeme riskinin düşük olmakla birlikte bu oranın hayli yüksek oluşmasının fırsat maliyetine de sebep olduğu ortaya çıkmaktadır. Bunu yanında İhlas Yayın Holding A.Ş., GSD Holding A.Ş. ve İhlas Holding A.Ş.’nin de cari oran değerlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Sabancı Holding A.Ş.’ye ait bulguların, çalışma kapsamındaki dönem

boyunca 1,0 seviyesinin altında yer alarak cari borçları ödeme açısından risk düzeyi en yüksek holding olduğu, Net Holding A.Ş. ve Anadolu Grubu Holding A.Ş.'nin de cari oran değerlerine ait sonuçların ortalamasının 1,0 seviyesinin altında yer aldığı da tespit edilmiştir. Sektörde yer alan holdinglere ait ortalama cari oran değerleri analiz kapsamındaki şirketlerin yarısından fazlası için (13 şirket) 1,5 seviyesi üzerinde yer almış, sektörel ortalama ise yaklaşık 1,92 seviyesinden 2,31 seviyesine yükselmiştir. Bu bağlamda sektör ortalaması değerleri dikkate alındığında ilgili dönem ve holdingler için cari oran sonuçları doğrultusunda sektörel açıdan likidite riskinin, 2018 dönemi dışında, bulunmadığını söylemek mümkündür.

İşletmelerin likiditesini nakde dönüşmesi nispeten daha düşük olan stokların dikkate alınmamasıyla hesaplayan ve cari oranın tamamlayıcısı olarak görülen asit test (likidite) oranı, cari orana göre daha hassas bir analiz olarak görülmekte olup, çalışma kapsamındaki şirketlere ve döneme ait bulgular Tablo 3'te görülmektedir.

Tablo 3. Şirketlere Ait Asit Test (Likidite) Oranı Değerleri

Asit Test Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,7457	0,6769	0,6906	0,6114	0,6774	0,6804
Alark	1,5361	2,0739	2,0701	1,0136	1,0724	1,5532
Bera	0,7794	0,9199	1,3500	1,3430	1,6073	1,1999
Dohol	2,1327	2,2488	2,5627	2,2708	1,7333	2,1896
Ecilc	3,4122	2,5457	2,7005	3,0946	1,4243	2,6355
Gsdho	4,1984	4,8025	3,3247	3,7808	3,8409	3,9895
Sahol	0,7139	0,7311	0,7564	0,7551	0,7841	0,7481
Ieyho	0,8121	0,9105	0,9436	0,8803	1,3209	0,9735
Ihlas	1,0421	1,2736	2,7645	1,6199	3,0684	1,9537
Ihyay	1,9425	1,8363	6,9596	9,3610	4,2724	4,8744
Isbir	0,7099	0,8545	0,9499	1,1803	1,2404	0,9870
Ittfh	0,2746	0,2227	0,4636	1,0123	1,1594	0,6265
Kchol	1,2449	1,0978	0,7791	0,7887	0,7887	0,9398
Mzhld	0,6381	0,6651	1,6137	0,5876	1,0088	0,9027
Metur	0,6961	1,6927	2,8779	1,5484	0,4873	1,4605
Nthol	1,2830	1,0924	0,7328	0,8251	0,4634	0,8793
Ostim	0,8842	1,5011	1,3666	2,3660	1,3881	1,5012
Otto	0,2371	0,2438	0,1942	0,0412	6,5493	1,4531
Polho	0,9316	1,0277	1,0395	0,9063	0,8978	0,9606
Tavhl	1,0803	1,1862	0,8405	0,8751	0,9598	0,9884
Tkfen	1,1168	1,1690	0,9338	0,8762	0,7914	0,9774
Trcas	0,9726	1,1052	0,8950	0,7342	1,8224	1,1059
Sise	1,2170	1,6371	2,0679	1,4578	1,5302	1,5820
Verus	10,4366	22,3588	24,7468	21,9284	4,7521	16,8446
Sektör Ortalaması	1,6266	2,2447	2,6510	2,4941	1,8183	2,1669

Holding sektörü şirketlerine ait asit test oranı bulguları incelendiğinde İttifak Holding A.Ş.'nin cari oran değerlerinin ortalama bir seviyeye sahip iken asit test oranı sonuçlarının en düşük hesaplanan şirket olduğu dikkat çekmektedir. Holdinglere ait bulgular cari oran sonuçları ile yaklaşık sıralamaya sahip olmakla birlikte İttifak Holding A.Ş.'nin yüksek miktarda stoklara sahip olduğu ve bu durumun söz konusu işletmenin risk düzeyin önemli ölçüde etkilemekte olduğu görülmektedir. Likidite oranlarından biri de, işletmelerin kısa vadeli yükümlülükleri

karşılatabilme riskini en hassas şekilde ele alan nakit oranı olup, holding sektörü şirketlerine ait bulgular Tablo 4'te yer almaktadır.

Tablo 4. Şirketlere Ait Nakit Oranı Değerleri

Nakit Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,3801	0,4089	0,4602	0,3711	0,4565	0,4154
Alark	0,5027	0,5191	0,5007	0,3952	0,6812	0,5198
Bera	0,0864	0,1742	0,3402	0,5363	0,3991	0,3072
Dohol	1,2778	1,1582	1,0065	0,7832	0,4747	0,9401
Ecilc	2,5644	1,8764	2,0674	2,3304	0,4245	1,8526
Gsdho	0,7978	0,4559	0,2694	1,0265	0,8139	0,6727
Sahol	0,0926	0,0805	0,0564	0,1145	0,0719	0,0832
Ieyho	0,0640	0,1493	0,1697	0,0890	0,2988	0,1542
Ihlas	0,0388	0,0453	0,7523	0,3859	0,6142	0,3673
Ihyay	0,2512	0,1911	3,0481	3,8803	1,4179	1,7577
Isbir	0,0735	0,1811	0,3081	0,4966	0,3489	0,2817
Ittfh	0,0144	0,0267	0,2203	0,6762	0,6292	0,3133
Kchol	0,6057	0,6407	0,1456	0,1322	0,1323	0,3313
Mzhld	0,0502	0,0913	0,8912	0,1299	0,3434	0,3012
Metur	0,0566	0,8646	1,9951	0,8125	0,0621	0,7582
Nthol	0,5546	0,6140	0,3930	0,6528	0,3237	0,5076
Ostim	0,0827	0,0250	0,3526	1,5935	0,3085	0,4724
Otto	0,0024	0,0016	0,0010	0,0008	0,1236	0,0259
Polho	0,2697	0,3832	0,4628	0,3306	0,3014	0,3495
Tavhl	0,6654	0,6477	0,4713	0,1907	0,3529	0,4656
Tkfen	0,6775	0,6162	0,4360	0,3874	0,2270	0,4688
Trcas	0,5224	0,8614	0,4760	0,0263	0,3314	0,4435
Sise	0,5269	1,0217	1,1355	0,6673	0,7106	0,8124
Verus	0,2902	2,4342	2,0194	0,7634	0,0737	1,1162
Sektör Ortalaması	0,4353	0,5612	0,7491	0,6989	0,4134	0,5716

Nakit oranı bulguları incelendiğinde en düşük ortalamaya sahip Otto Holding A.Ş. dikkat çekmekte, diğer likidite oranları açısından kabul edilebilir değerlere sahip olan bu işletmenin hazır değerlerinin yetersiz olduğu, piyasanın en riskli koşulları ortaya çıktığında cari borçları ödeme gücünün oldukça düşük olduğu görülmektedir. Sektörde en düşük nakit oranına sahip işletmelerden biri de Sabancı Holding A.Ş. olup diğer likidite hesaplamalarında da beklenen düzeyin altında kaldığı, cari oran ve asit test oranı bulguları kabul edilebilir düzeyde olan Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin de hazır değerlerinin düşük miktarda olduğu görülmüştür. Holding sektörü işletmelerine ait ortalama değerlerin çalışma kapsamındaki şirketler ve dönem için ortalama değerlerinin kabul edilebilir düzeyde olduğu ve holdinglerin en kötü piyasa koşulları altında bile kısa vadeli yükümlülükleri ortalama 0,57 düzeyinde karşılayabileceği tespit edilmiştir.

3.2. Faaliyet (Aktivite) Oranları

Sahip olunan varlıkların etkili ve verimli şekilde kullanılması da işletmelerin mali açıdan analiz edilmesinde önemli bir faktördür. Aktivite ya da faaliyet oranları olarak adlandırılan

finansal oranlar işletmelerin temel mali tablolarından bilanço ve gelir tablosu arasındaki ilişkiyi inceleyerek işletme varlıklarının dönem içindeki hareketliliğini ve dönüş hızını göstermektedir. Çalışmada ele alınan holdinglere ait aktivite oranları uygulamada en fazla kullanılan; stokların aktivitesi, alacakların aktivitesi, duran varlıklar, dönen varlıklar ve özkaynaklar açısından ele alınarak elde edilen sonuçlar aşağıda yer alan tablolarda sunulmuştur.

Tablo 5. Şirketlere Ait Stokların Aktivitesi Oranı Değerleri

Stokların Aktivitesi	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	5,2057	7,0460	6,8357	6,1415	6,4124	6,3283
Alark	4,2022	6,0443	5,8382	10,1334	14,3282	8,1093
Bera	2,9985	2,6863	2,7598	3,6407	3,9184	3,2008
Dohol	17,2522	19,2225	13,4527	10,1414	12,1817	14,4501
Ecilc	5,1144	6,3742	5,1196	5,6897	2,5822	4,9760
Gsdho	19,9243	28,7261	39,9029	55,9067	59,5724	40,8065
Sahol	4,3660	4,9014	4,9391	4,2588	5,2186	4,7368
Ieyho	3,3271	4,3882	4,6224	4,1179	5,0902	4,3092
Ihlas	1,7513	0,8076	0,9829	1,9487	1,4334	1,3848
Ihyay	12,0624	10,4856	7,7653	6,9308	6,7598	8,8008
Isbir	4,1665	4,3105	3,7258	3,9120	4,5643	4,1358
Ittfh	1,2912	0,8103	0,8158	0,5885	0,8890	0,8789
Kchol	8,4398	8,3052	6,6478	7,0016	9,7674	8,0324
Mzhld	0,8358	1,8950	4,9936	0,3575	0,5222	1,7208
Metur	3,5852	3,1169	3,0849	4,0006	5,3372	3,8250
Nthol	14,8147	17,3185	10,6742	13,0611	19,7657	15,1268
Ostim	25,8538	15,3946	12,6958	5,2501	6,5766	13,1542
Otto	6,2391	10,6965	4,3485	5,1219	11,2747	7,5362
Polho	6,5436	5,9500	5,9756	5,8022	7,3064	6,3155
Tavhl	36,6306	43,8449	33,0277	17,2333	16,1938	29,3861
Tkfen	7,5471	8,6553	6,2115	4,9928	4,5541	6,3922
Sise	3,4560	3,5624	3,6642	3,3998	4,5070	3,7179
Verus	12,4680	10,0865	4,6358	4,5248	4,9016	7,3233
Sektör Ortalaması	8,6698	9,3595	8,0300	7,6732	8,9024	8,5270

Holdinglere ait 2018-2022 dönemini kapsayan stokların aktivitesinin ya da diğer bir ifade ile stok devir hızı oranları Tablo 5'te yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde Gsd Holding A.Ş.'ye ait stok düzeyinin göreceli olarak oldukça düşük olduğu, satış gelirlerinin ve satışların maliyetinin hızlı bir yükseliş göstermiş olduğu 2021 ve 2022 dönemlerinde stokların aktivitesinin de yükselerek stokları dönem içinde en fazla devreden holding olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Turcas Holding A.Ş. için ilgili dönemde yeterli stok miktarına sahip olmadığı için stok devir hızı hesaplanamamış, satışlarının maliyeti karşısında yüksek oranda stok bulundurmakta olan İttifak Holding A.Ş. stok devir hızı en düşük işletme olarak ortaya çıkmıştır. Holding sektörü ortalama stok devir hızı oranları kabul edilebilir düzeyde olup, ilgili şirketler ve dönem için ortalama 8,53 defa stoklarını devretmekte oldukları hesaplanmıştır.

Tablo 6. Şirketlere Ait Alacakların Aktivitesi Oranı Değerleri

Alacakların Aktivitesi	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	7,9146	14,1133	18,4073	17,2718	23,5980	16,2610
Alark	7,0046	5,7779	3,3585	4,8463	6,5930	5,5161
Bera	3,8836	4,1495	4,5758	4,6471	5,6257	4,5764
Dohol	6,6514	7,4995	7,7162	11,4653	12,6445	9,1954
Ecilc	3,7182	4,1803	3,9614	4,8170	3,5506	4,0455
Gsdho	16,5227	13,1753	4,5521	6,1783	3,1334	8,7124
Sahol	8,0865	10,3310	12,4053	10,0223	12,5530	10,6796
Ieyho	5,9899	6,6135	6,2397	6,9619	9,4396	7,0489
Ihlas	1,6649	0,8500	1,1444	2,3805	2,2102	1,6500
Ihyay	2,1442	2,5064	2,3895	2,2419	3,5634	2,5691
Isbir	3,2828	3,6075	4,1428	4,3217	5,0704	4,0850
Ittfh	6,3744	4,8460	7,5768	5,0565	7,8984	6,3504
Kchol	8,1326	8,3122	7,1713	8,1132	12,0495	8,7558
Mzhld	7,0295	7,7687	12,9268	16,8945	10,2552	10,9750
Metur	2,8517	4,6294	4,8465	5,6227	26,3565	8,8614
Nthol	2,7861	3,9690	2,6853	5,9629	16,1765	6,3159
Ostim	9,1077	2,2170	2,4422	4,1726	5,8109	4,7501
Otto	7,1706	1,7501	0,4058	2,7054	2,1833	2,8430
Polho	4,1554	3,8475	3,9089	4,2678	6,0091	4,4377
Tavhl	3,8313	5,0327	2,9994	4,9192	9,2981	5,2161
Tkfen	8,4105	8,5962	5,8764	6,6857	8,8045	7,6747
Trcas	12,1747	10,0122	9,1561	0,0000	0,0000	6,2686
Sise	4,8075	5,3062	5,3859	4,7359	6,5699	5,3611
Verus	5,5906	4,4337	3,6250	5,7637	11,5732	6,1973
Sektör Ortalaması	6,2203	5,9802	5,7458	6,2523	8,7903	6,5978

Tablo 6'da yer alan sonuçlar doğrultusunda alacaklarını dönem içinde 16,26 defa tahsil etmekte olan Anadolu Grubu Holding A.Ş. ve yaklaşık 11 kez tahsil etmekte olan Zorlu Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. holding sektörü işletmeleri içinde en yüksek alacak devir hızı oranına sahip işletmeler olmuşlardır. Stoklarının aktivitesi de ortalama olarak düşük olan İhlas Holding A.Ş. alacaklarını dönem içinde en düşük seviyede tahsil etmekte olan holding olarak da ortaya çıkmış, sektör ortalaması ilgili dönem boyunca 6,22 ile 8,79 arasında değişim göstermekle birlikte alacaklarını yılda ortalama 6,5978 kez tahsil etmekte oldukları görülmüştür.

Tablo 7. Şirketlere Ait Duran Varlıkların Aktivitesi Oranı Değerleri

Duran Varlık D.H.	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,6936	0,9745	1,3271	1,0960	1,7431	1,1669
Alark	0,7870	0,8123	0,4251	0,4292	0,4431	0,5794
Bera	1,1444	1,2049	1,2280	1,3279	1,2269	1,2264
Dohol	3,0890	3,1168	1,9263	2,4314	3,5934	2,8314
Ecilc	0,1953	0,2286	0,1933	0,1330	0,0890	0,1678
Gsdho	0,1768	0,1735	0,1217	0,2821	0,4248	0,2358
Sahol	0,0872	0,0942	0,0929	0,0862	0,1298	0,0981
Ieyho	1,3480	1,1141	1,0975	0,8486	1,1299	1,1076
Ihlas	1,4690	0,7322	1,0295	1,9586	1,0511	1,2481
Ihyay	0,9456	1,0610	1,0279	0,5879	0,7175	0,8680
Isbir	3,3163	2,6996	3,0746	2,8876	2,0920	2,8140
Ittfh	0,8835	0,4454	0,5072	0,2876	0,2730	0,4793
Kchol	2,3545	2,2124	0,4940	0,6601	1,2221	1,3886
Mzhld	2,9636	2,6939	3,5637	1,7359	0,7599	2,3434
Metur	0,4770	0,7708	0,5366	0,2928	0,7793	0,5713
Nthol	0,1384	0,1380	0,0609	0,0626	0,1312	0,1062
Ostim	0,5417	0,3903	0,4091	0,2911	0,2810	0,3826
Otto	0,1754	0,1308	0,0464	0,0542	0,2005	0,1215
Polho	0,7559	0,6079	0,5226	0,8830	1,0809	0,7701
Tavhl	0,2591	0,2587	0,1085	0,1207	0,2640	0,2022
Tkfen	3,9022	4,2379	2,3920	2,4934	3,1345	3,2320
Trcas	0,0389	0,0392	0,0571	0,0000	0,0000	0,0271
Sise	0,8889	0,8396	0,9274	0,5707	1,0555	0,8564
Verus	0,9011	0,6637	0,2636	0,3433	0,4109	0,5165
Sektör Ortalaması	1,1472	1,0683	0,8930	0,8277	0,9264	0,9725

Holding sektörü işletmelerine ait duran varlıkların hareketliliği Tablo 7’de yer almakta olup işletmelerin duran varlıklarını ne ölçüde satışlara yansıtabilmiş olduğunu ya da üretim kapasitesini ne ölçüde kullanmakta olduğu görülmektedir. Sonuçlar duran varlıklarını ortalama olarak en etkin kullanan holdinglerin Tekfen Holding A.Ş. ve Doğan Holding A.Ş. olduğunu göstermiştir. 2021 ve 2022 yıllarında satış geliri elde edemeyen Turcas Petrol A.Ş. yaklaşık 0,03 duran varlık devir hızı oranı ile ortalama değeri en düşük holding olarak ortaya çıkmış, Sabancı Holding A.Ş. de duran varlıklarını satışlara yansıtma seviyesi ortalama olarak düşük diğer holding olarak tespit edilmiştir. Holding sektörü işletmelerinin duran varlıkları etkin ve verimli kullanma düzeyi 2018 ve 2019 yıllarında ortalama 1 düzeyinde iken 2020 ve 2021 yıllarında düşüş göstermiş, çalışma kapsamındaki dönem için duran varlıkların satışlar üzerinden nakde dönme düzeyi ortalama 0,97 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8. Şirketlere Ait Toplam Varlıkların Aktivitesi Oranı Değerleri

Toplam Varlık D.H.	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,4989	0,6741	0,8473	0,7246	0,9768	0,7443
Alark	0,3775	0,4335	0,2521	0,2828	0,2887	0,3269
Bera	0,6515	0,6153	0,6287	0,6489	0,6630	0,6415
Dohol	1,1093	1,1791	0,7759	0,7395	1,0372	0,9682
Ecilc	0,1553	0,1813	0,1523	0,1093	0,0788	0,1354
Gsdho	0,0547	0,0552	0,0525	0,1352	0,1480	0,0891
Sahol	0,0437	0,0462	0,0430	0,0373	0,0547	0,0450
Ieyho	0,6400	0,6508	0,6904	0,5791	0,7428	0,6606
Ihlas	0,5144	0,2347	0,2926	0,5042	0,3990	0,3890
Ihyay	0,5817	0,6102	0,3973	0,2412	0,4002	0,4461
Isbir	1,1080	0,9690	0,8522	0,7987	0,8753	0,9207
Ittfh	0,5016	0,2718	0,2788	0,1739	0,1894	0,2831
Kchol	1,1372	1,0103	0,2262	0,2681	0,4637	0,6211
Mzhld	1,3671	1,1801	0,9294	0,9140	0,5315	0,9844
Metur	0,3201	0,4784	0,3039	0,1152	0,3266	0,3088
Nthol	0,1227	0,1231	0,0557	0,0570	0,1229	0,0963
Ostim	0,4655	0,2800	0,3416	0,1951	0,2225	0,3009
Otto	0,1532	0,1112	0,0419	0,0523	0,1519	0,1021
Polho	0,5243	0,4437	0,3746	0,5253	0,7195	0,5175
Tavhl	0,1911	0,1861	0,0754	0,1050	0,2171	0,1550
Tkfen	1,0093	1,1532	0,8428	0,7403	0,9528	0,9397
Trcas	0,0343	0,0341	0,0488	0,0000	0,0000	0,0234
Sise	0,5592	0,4660	0,4825	0,3475	0,5816	0,4874
Verus	0,2377	0,1681	0,0732	0,0915	0,1513	0,1443
Sektör Ortalaması	0,5149	0,4815	0,3775	0,3494	0,4290	0,4305

Aktif devir hızı olarak da adlandırılan toplam varlıkların aktivitesi oranı işletmelerin sahip oldukları varlıkların tamamı karşılığında ne oranda satış geliri elde etmiş olduğunu göstermektedir. Yukarıda yer alan Tablo 8'de holdinglere ait toplam varlıkların aktivite düzeyleri yer almakta olup çalışmada ele alınan holdingler ve dönemde, varlıkların satışlara ortalama 0,43 düzeyinde yansımış olduğu görülmektedir. Zorlu Holding A.Ş. ve Doğan Holding A.Ş. çalışma kapsamındaki dönemde ortalama olarak toplam varlıklarını satışlara en yüksek ölçüde yansıtabilen şirketler olarak ortaya çıkmış, Turcas Petrol A.Ş., Gsd Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. toplam varlıklarını en düşük düzeyde satışlara yansıtabilmiştir. Aşağıda yer alan Tablo 9'da 2018-2022 dönemleri için ele alınan holdinglere ait özkaynakların aktivitesi oranları yer almaktadır.

Tablo 9. Şirketlere Ait Özkaynakların Aktivitesi Oranı Değerleri

Özkaynak Devir Hızı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	1,1075	1,8681	2,5659	2,0692	2,9325	2,1086
Alark	0,7022	0,6911	0,3577	0,4424	0,4383	0,5263
Bera	1,2038	1,1939	1,0731	1,0203	0,9282	1,0839
Dohol	1,7347	1,7367	1,1329	1,1514	1,8635	1,5239
Ecilc	0,1731	0,2051	0,1721	0,1222	0,0976	0,1540
Gsdho	0,0786	0,0759	0,0700	0,1905	0,1970	0,1224
Sahol	0,2883	0,2825	0,2804	0,2951	0,3405	0,2974
Ieyho	1,3337	1,1189	1,0349	0,7950	0,9571	1,0479
Ihlas	1,5654	0,5763	0,5878	0,7906	0,6458	0,8332
Ihyay	0,9227	1,0452	0,5229	0,2847	0,4781	0,6507
Isbir	3,9429	3,2777	2,8147	1,8413	1,5861	2,6925
Ittfh	1,6266	0,7788	0,5963	0,2598	0,2574	0,7038
Kchol	3,0340	3,0796	1,6184	2,2596	2,9687	2,5921
Mzhld	3,7623	2,9956	1,6278	1,9726	0,7382	2,2193
Metur	2,5031	3,7508	1,1820	0,3517	0,7915	1,7158
Nthol	0,1920	0,2024	0,1018	0,0951	0,1949	0,1572
Ostim	0,9668	0,5852	0,5106	0,2743	0,3028	0,5279
Otto	0,3480	0,3461	0,1397	0,0832	0,2903	0,2414
Polho	0,7791	0,7048	0,5987	0,9621	1,0690	0,8227
Tavhl	0,6392	0,5461	0,2869	0,3580	0,7769	0,5214
Tkfen	2,7455	2,6567	2,0186	2,0999	2,8959	2,4833
Trcas	0,0828	0,0864	0,1754	0,0000	0,0000	0,0689
Sise	0,9304	0,9438	0,9488	0,6057	1,0023	0,8862
Verus	0,2942	0,2033	0,0922	0,1000	0,1849	0,1749
Sektör Ortalaması	1,2899	1,2063	0,8546	0,7677	0,9141	1,0065

Sermayedarların payının verimliliğini gösteren özkaynakların aktivitesi ya da özkaynak devir hızı oranlarının holding sektörü şirketleri sonuçlarına göre en düşük değerlere sahip holdinglerin diğer aktivite oranları ile büyük oranda benzerlik göstererek Gsd Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. olduğu görülmüştür. Özkaynaklarının aktivitesi en yüksek holdingler olan İşbir Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş. olurken holding sektörü ortalaması çalışma kapsamındaki dönemde 1,29 ile 0,91 arasında hareket etmiş ve özkaynakların satışlara yansıma oranı ortalama 1,0065 olarak hesaplanmıştır.

3.3. Kaldıraç (Finansal Yapı) Oranları

İşletmelerin finansal yapılarını analiz eden kaldıraç ya da sermaye yapısı oranları, varlıkların ne şekilde finanse edildiğini ve kaynaklar içindeki paylarını göstermektedir. Holding sektörü şirketlerinin ne oranda yabancı kaynak kullanmakta olduğu Tablo 10'da, öz kaynaklar ile finansmanın ne oranda gerçekleşmiş olduğu da Tablo 11'de yer almaktadır.

Tablo 10. Şirketlere Ait Toplam Borç Oranı Değerleri

Toplam Borç Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,5496	0,6391	0,6698	0,6498	0,6669	0,6350
Alark	0,4623	0,3728	0,2950	0,3608	0,3413	0,3664
Bera	0,4588	0,4846	0,4142	0,3641	0,2857	0,4015
Dohol	0,3605	0,3211	0,3151	0,3577	0,4434	0,3596
Ecilc	0,1029	0,1160	0,1152	0,1052	0,1928	0,1264
Gsdho	0,3039	0,2730	0,2501	0,2903	0,2490	0,2732
Sahol	0,8483	0,8364	0,8468	0,8736	0,8393	0,8489
Ieyho	0,5201	0,4184	0,3329	0,2716	0,2239	0,3534
Ihlas	0,6714	0,5927	0,5023	0,3622	0,3822	0,5022
Ihyay	0,3695	0,4162	0,2403	0,1525	0,1630	0,2683
Isbir	0,7190	0,7044	0,6972	0,5662	0,4482	0,6270
Ittfh	0,6916	0,6510	0,5324	0,3307	0,2640	0,4939
Kchol	0,6252	0,6719	0,8602	0,8813	0,8438	0,7765
Mzhld	0,6366	0,6060	0,4290	0,5366	0,2800	0,4977
Metur	0,8721	0,8725	0,7429	0,6724	0,5873	0,7494
Nthol	0,3610	0,3920	0,4531	0,4008	0,3694	0,3953
Ostim	0,5186	0,5215	0,3310	0,2887	0,2651	0,3850
Otto	0,5598	0,6786	0,7000	0,3710	0,4767	0,5572
Polho	0,3271	0,3705	0,3743	0,4540	0,3269	0,3706
Tavhl	0,7010	0,6592	0,7371	0,7066	0,7206	0,7049
Tkfen	0,6324	0,5659	0,5825	0,6475	0,6710	0,6198
Trcas	0,5852	0,6049	0,7219	0,8779	0,2898	0,6160
Sise	0,3990	0,5062	0,4915	0,4263	0,4198	0,4486
Verus	0,1920	0,1732	0,2064	0,0848	0,1818	0,1676
Sektör Ortalaması	0,5195	0,5187	0,4934	0,4597	0,4138	0,4810

Tablo 10 'da yer alan holding şirketlerinin yabancı kaynak kullanım oranları incelendiğinde Sabancı Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş.'nin en yüksek oranda borç kullanan holdingler olduğu görülmektedir. Söz konusu işletmeler varlıklarının büyük bir kısmını yabancı kaynaklar

ile finanse etmekte olup çalışma kapsamındaki holdinglerden 8 tanesinin 0,60 ve üzeri oranda borç kaynak kullanmakta olduğu görülmüştür. Holding sektörüne ait veriler ortalama düzeyde hesaplanmış olup 2020 yılı sonrasında yabancı kaynak kullanımının sektörel olarak azalma eğilimi içinde olduğu da ayrıca görülmektedir.

Tablo 11. Şirketlere Ait Öz Kaynak Oranı Değerleri

Öz Kaynak Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,4504	0,3609	0,3302	0,3502	0,3331	0,3650
Alark	0,5377	0,6272	0,7050	0,6392	0,6587	0,6336
Bera	0,5412	0,5154	0,5858	0,6359	0,7143	0,5985
Dohol	0,6395	0,6789	0,6849	0,6423	0,5566	0,6404
Ecilc	0,8971	0,8840	0,8848	0,8948	0,8072	0,8736
Gsdho	0,6961	0,7270	0,7499	0,7097	0,7510	0,7268
Sahol	0,1517	0,1636	0,1532	0,1264	0,1607	0,1511
Ieyho	0,4799	0,5816	0,6671	0,7284	0,7761	0,6466
Ihlas	0,3286	0,4073	0,4977	0,6378	0,6178	0,4978
Ihyay	0,6305	0,5838	0,7597	0,8475	0,8370	0,7317
Isbir	0,2810	0,2956	0,3028	0,4338	0,5518	0,3730
Ittfh	0,3084	0,3490	0,4676	0,6693	0,7360	0,5061
Kchol	0,3748	0,3281	0,1398	0,1187	0,1562	0,2235
Mzhld	0,3634	0,3940	0,5710	0,4634	0,7200	0,5023
Metur	0,1279	0,1275	0,2571	0,3276	0,4127	0,2506
Nthol	0,6390	0,6080	0,5469	0,5992	0,6306	0,6047
Ostim	0,4814	0,4785	0,6690	0,7113	0,7349	0,6150
Otto	0,4402	0,3214	0,3000	0,6290	0,5233	0,4428
Polho	0,6729	0,6295	0,6257	0,5460	0,6731	0,6294
Tavhl	0,2990	0,3408	0,2629	0,2934	0,2794	0,2951
Tkfen	0,3676	0,4341	0,4175	0,3525	0,3290	0,3802
Trcas	0,4148	0,3951	0,2781	0,1221	0,7102	0,3840
Sise	0,6010	0,4938	0,5085	0,5737	0,5802	0,5514
Verus	0,8080	0,8268	0,7936	0,9152	0,8182	0,8324
Sektör Ortalaması	0,4805	0,4813	0,5066	0,5403	0,5862	0,5190

Çalışma kapsamında ele alınan holdinglerin ilgili dönemde yabancı kaynak kullanımı oranının azalarak özkaynakların daha fazla tercih edilmesiyle sektörde likidite riskinin azaltılması yönünde bir eğilim olduğu Tablo 11’de görülmektedir. Eczacıbaşı ve Verus Holding A.Ş. varlıklarının ortalama 0,87 ile 0,83 oranları arasında özkaynak kullanarak varlıkların finansmanında çok düşük miktarda yabancı kaynak kullanmakta olduğu da bulgularda yer almıştır. Holding sektörü şirketlerinin kapsama dâhil olan dönemde ortalama 0,4805 ile 0,5862 arasında değişen ve kabul edilmiş oranlara yakın bir ortalamaya sahip olduğu da tespit edilmiştir.

3.4. Karlılık Oranları

Mali oranlar aracılığı ile şirketlerin analiz edilmesinde en önemli unsurlardan biri de işletmelerin karlılık seviyeleridir. İşletmelerin karlılık analizinde elde edilen satışların ne kadarlık kısmının kar olarak elde tutulabilmiş olduğu, toplam varlıklar ve özkaynaklar karşılığında ne oranda net kar elde edilmiş olduğu hem işletme sahipleri hem de yatırımcılar tarafından her zaman büyük önem arz etmektedir. Aşağıda yer alan Tablo 12'de holdinglere ait net kar miktarının satış gelirleri içindeki payını gösteren net kar marjı oranları yer almaktadır.

Tablo 12. Şirketlere Ait Net Kar Marjı Oranı Değerleri

Net Kar Marjı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0460	0,0282	0,0087	0,0435	0,0566	0,0182
Alark	-0,0770	0,3289	0,8778	0,7853	1,6655	0,7161
Bera	0,0316	0,0310	0,1462	0,2189	0,2754	0,1406
Dohol	0,2937	0,0447	0,1359	0,1857	0,1581	0,1636
Ecilc	0,3469	0,1855	0,3543	1,1451	2,2823	0,8628
Gsdho	2,8792	1,4093	0,3536	1,0195	1,4679	1,4259
Sahol	0,4454	0,3708	0,4134	0,6729	1,2085	0,6222
Ieyho	0,0010	-0,0830	0,0441	0,4369	0,2833	0,1365
Ihlas	-0,0256	0,0073	0,0287	0,1421	0,2778	0,0861
Ihyay	-0,0571	0,0473	-0,0172	0,3309	0,3683	0,1344
Isbir	0,0096	0,0544	0,1285	0,1080	0,1074	0,0816
Ittfh	-0,0455	-0,0521	-0,0824	0,5384	1,4767	0,3670
Kchol	0,0591	0,0387	0,0886	0,0957	0,1611	0,0887
Mzhld	0,2099	0,0162	0,1233	-0,1367	0,0854	0,0596
Metur	-0,7970	0,0002	0,0040	-1,6697	0,1932	-0,4539
Nthol	0,3540	0,0949	-1,1488	1,0034	0,8704	0,2348
Ostim	0,0296	0,0520	0,2195	0,4291	1,4477	0,4356
Otto	-0,4530	-1,5825	-1,9084	0,3057	2,2521	-0,2772
Polho	0,0260	0,0624	0,1204	0,1422	0,3888	0,1480
Tavhl	0,3817	0,5078	-0,9453	0,0957	0,1118	0,0303
Tkfen	0,1154	0,0969	-0,0057	0,0511	0,1124	0,0740
Trcas	-2,8118	-0,6382	-1,9386	0,0000	0,0000	-1,0777
Sise	0,2165	0,1495	0,1324	0,2848	0,2112	0,1989
Verus	0,5667	0,9171	2,9117	2,4198	1,9028	1,7436
Sektör Ortalaması	0,0689	0,0870	0,0019	0,3604	0,7235	0,2483

2018-2022 dönemine ait veriler doğrultusunda Verus, Eczacıbaşı ve Gsd Holding A.Ş. net kar marjı en yüksek işletmeler olurken holdinglere ait sektör ortalaması yaklaşık 0,25 olarak hesaplanmıştır. Sektörde en yüksek net kar marjı ortalaması 2022 yılında (0,7235) görülürken

2020 yılında (0,0019), Covid 19 küresel salgınının da muhtemel etkisi ile holding sektörüne ait en düşük net kar marjı ortalaması ortaya çıkmıştır.

Tablo 13. Şirketlere Ait Faaliyet Kar Marjı Oranı Değerleri

Faaliyet Kar Marjı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,0717	0,0663	0,0717	0,0706	0,0959	0,0752
Alark	0,2600	0,2697	0,4085	0,2248	0,1468	0,2619
Bera	0,1002	0,1028	0,1569	0,1490	0,2086	0,1435
Dohol	0,1200	0,0758	0,1155	0,1341	0,1536	0,1198
Ecilc	0,3011	0,2564	0,3269	0,6311	0,3753	0,3782
Gsdho	1,1735	0,9673	0,5381	0,9429	0,8648	0,8973
Sahol	0,4985	0,4244	0,4844	0,7382	1,2773	0,6846
Ieyho	0,0470	-0,0120	0,0631	0,1116	0,1503	0,0720
Ihlas	0,0433	0,1904	0,0322	0,0427	0,0681	0,0753
Ihyay	-0,0948	0,0672	-0,0074	-0,1177	-0,0678	-0,0441
Isbir	0,1423	0,1386	0,2563	0,2738	0,1844	0,1991
Ittfh	-0,0044	-0,1105	-0,0281	0,1043	0,1812	0,0285
Kchol	0,0687	0,0489	0,0973	0,1052	0,1866	0,1013
Mzhld	0,3126	0,1425	0,1105	-0,1293	0,1564	0,1185
Metur	0,0752	0,3707	0,4805	0,0718	0,4640	0,2924
Nthol	0,2674	0,1642	-0,3692	0,2007	0,2417	0,1009
Ostim	0,1612	0,1907	0,1955	0,1842	0,2002	0,1864
Otto	-0,4150	-1,8659	-1,7250	-0,2994	0,9492	-0,6712
Polho	0,0913	0,0560	0,1153	0,1228	0,1272	0,1025
Tavhl	0,2295	0,2749	-0,2075	0,1104	0,2160	0,1247
Tkfen	0,0889	0,1095	-0,0051	-0,0345	0,0465	0,0411
Trcas	-0,0838	0,3237	0,3993	0,0000	0,0000	0,1278
Sise	0,1837	0,1568	0,1521	0,1943	0,1790	0,1732
Verus	0,6340	1,0730	3,3169	2,6557	1,6480	1,8655
Sektör Ortalaması	0,1780	0,1450	0,2074	0,2703	0,3356	0,2273

Finansman giderleri ve vergi gibi giderler hariç tutularak, satış gelirleri içinde faaliyet karının ne oranda yer aldığı faaliyet kar marjı oranı ile hesaplanmakta olup Tablo 13'te holding sektörü şirketlerinin faaliyet kar marjı oranları ele alınan dönem ve şirketler için yer almaktadır. Elde edilen bulgularda ortalama net kar marjı oranı en düşük işletmelerden Turcas Petrol A.Ş. ile Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş.'nin ortalama faaliyet kar marjı oranları açısından sektörde üst sıralarda yer almakta oldukları bu bağlamda ilgili işletmelerin finansal giderlerinin önemli büyüklüğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışma kapsamı için holdinglere ait sektörel ortalama 0,2273 olarak hesaplanmış, ortalama faaliyet kar marjı oranının 2018 döneminden 2022 yılına kadar artan bir eğilim içinde olduğu da görülmüştür.

Tablo 14. Şirketlere Ait Aktif (Toplam Varlık) Karlılığı Oranı Değerleri

Aktif Karlılığı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0230	0,0190	0,0074	0,0315	0,0553	0,0180
Alark	-0,0291	0,1426	0,2213	0,2221	0,4808	0,2075
Bera	0,0206	0,0191	0,0919	0,1421	0,1826	0,0912
Dohol	0,3258	0,0527	0,1055	0,1374	0,1640	0,1571
Ecilc	0,0539	0,0336	0,0540	0,1252	0,1798	0,0893
Gsdho	0,1575	0,0778	0,0186	0,1378	0,2172	0,1218
Sahol	0,0195	0,0171	0,0178	0,0251	0,0661	0,0291
Ieyho	0,0006	-0,0540	0,0305	0,2530	0,2104	0,0881
Ihlas	-0,0132	0,0017	0,0084	0,0716	0,1108	0,0359
Ihyay	-0,0332	0,0289	-0,0068	0,0798	0,1474	0,0432
Isbir	0,0106	0,0527	0,1095	0,0862	0,0940	0,0706
Ittfh	-0,0228	-0,0142	-0,0230	0,0936	0,2798	0,0627
Kchol	0,0673	0,0391	0,0200	0,0257	0,0747	0,0454
Mzhld	0,2869	0,0192	0,1146	-0,1249	0,0454	0,0682
Metur	-0,2551	0,0001	0,0012	-0,1924	0,0631	-0,0766
Nthol	0,0434	0,0117	-0,0639	0,0572	0,1070	0,0311
Ostim	0,0138	0,0146	0,0750	0,0837	0,3222	0,1018
Otto	-0,0694	-0,1760	-0,0800	0,0160	0,3422	0,0066
Polho	0,0137	0,0277	0,0451	0,0747	0,2798	0,0882
Tavhl	0,0729	0,0945	-0,0713	0,0101	0,0243	0,0261
Tkfen	0,1164	0,1117	-0,0048	0,0378	0,1071	0,0737
Trcas	-0,0966	-0,0218	-0,0946	-0,0512	0,5311	0,0534
Sise	0,1210	0,0697	0,0639	0,0990	0,1228	0,0953
Verus	0,1347	0,1542	0,2130	0,2214	0,2878	0,2022
Sektör Ortalaması	0,0382	0,0301	0,0355	0,0693	0,1873	0,0721

Tablo 14'te holding sektörü şirketlerinin sahip oldukları varlıkların tamamı karşılığında ne oranda kar elde etmiş olduklarını gösteren toplam varlıkların ya da aktiflerin karlılığı oranı yer almaktadır. İşletmeler içinde elde ettiği net karı toplam varlıklar karşılığında en yüksek değere sahip olan holdingler Alarko, Verusa ve Doğan Holding A.Ş. olmuş, Alarko ve Verusa Holding A.Ş. toplam varlıklarının 0,20'si oranında net kar elde etmişlerdir. Sektörde 2022 yılında büyük ölçüde artış gösteren aktif karlılığı oranı ilgili dönemde 0,0721 oranında hesaplanmıştır.

Tablo 15. Şirketlere Ait Özkaynak Karlılığı Oranı Değerleri

Özkaynak Karlılığı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0510	0,0526	0,0224	0,0901	0,1659	0,0560
Alark	-0,0541	0,2273	0,3139	0,3474	0,7300	0,3129
Bera	0,0380	0,0370	0,1569	0,2234	0,2556	0,1422
Dohol	0,5095	0,0777	0,1540	0,2139	0,2947	0,2499
Ecilc	0,0601	0,0380	0,0610	0,1399	0,2228	0,1044
Gsdho	0,2262	0,1070	0,0248	0,1942	0,2892	0,1683
Sahol	0,1284	0,1048	0,1159	0,1986	0,4115	0,1918
Ieyho	0,0013	-0,0928	0,0457	0,3474	0,2711	0,1145
Ihlas	-0,0401	0,0042	0,0169	0,1123	0,1794	0,0546
Ihyay	-0,0527	0,0494	-0,0090	0,0942	0,1761	0,0516
Isbir	0,0378	0,1783	0,3616	0,1988	0,1704	0,1894
Ittfh	-0,0739	-0,0406	-0,0491	0,1399	0,3801	0,0713
Kchol	0,1794	0,1193	0,1434	0,2162	0,4782	0,2273
Mzhld	0,7896	0,0487	0,2008	-0,2696	0,0630	0,1665
Metur	-1,9950	0,0006	0,0048	-0,5873	0,1529	-0,4848
Nthol	0,0680	0,0192	-0,1169	0,0954	0,1696	0,0471
Ostim	0,0286	0,0305	0,1121	0,1177	0,4384	0,1454
Otto	-0,1576	-0,5477	-0,2666	0,0254	0,6539	-0,0585
Polho	0,0203	0,0440	0,0721	0,1368	0,4157	0,1378
Tavhl	0,2440	0,2773	-0,2712	0,0343	0,0869	0,0742
Tkfen	0,3168	0,2574	-0,0116	0,1074	0,3256	0,1991
Trcas	-0,2328	-0,0551	-0,3400	-0,4196	0,7478	-0,0599
Sise	0,2014	0,1411	0,1256	0,1725	0,2116	0,1705
Verus	0,1667	0,1865	0,2684	0,2419	0,3517	0,2431
Sektör Ortalaması	0,0149	0,0527	0,0473	0,0905	0,3184	0,1048

Holdingleler tarafından elde edilen net karın sermayedarların payları karşılığındaki değerini gösteren özkaynak karlılığı oranları Tablo 15'te görülmektedir. Özkaynakları karşılığında en yüksek oranda kar elde eden holdingleler toplam varlık karlılığı sonuçlarına benzer şekilde Alarko, Doğan ve Verusa Holding A.Ş. olmuştur. Holdinglelere ait ortalama özkaynak karlılığı oranlarının da özellikle 2022 yılında yaklaşık 0,32 seviyesine çıkarak artan bir eğilim içinde olduğu görülmüş, çalışma kapsamı içinde holdinglelere ait ortalama özkaynak karlılığı oranı 0,1048 olarak hesaplanmıştır.

4. Sonuç ve Öneriler

Genellikle ortaklık ya da hisse sahipliği aracılığıyla bir araya gelen holdingler, sahip oldukları sermayelerinin büyüklüğü, satış hacimleri, farklı sektörlerde yer alan şirketlere sahip olmaları sayesinde yüksek kar elde etme potansiyelleri açısından hem yatırımcılar hem de ülke ekonomileri için büyük öneme sahiptirler. Sahip oldukları finansal yapıları ve satış hacimleri nedeniyle sermaye piyasalarında da farklı bir konuma sahip olan holding sektörü, yatırımcılar ve sermaye piyasaları için önemli bir alternatif olarak ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de 1960’lı yıllarda görülmeye başlayan holdingler özellikle 1980’li yıllardan sonra artış göstererek günümüzde Borsa İstanbul’un en değerli şirketleri içinde yer almış olup Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi kapsamında sektörel olarak sınıflandırılmaktadırlar.

Hem ülke ekonomisi hem de sermaye piyasaları için öneme sahip holdinglerin finansal açıdan değerlendirilmesinde oran analizi yöntemi en etkili analiz yöntemlerinden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Çalışma kapsamına Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan 24 holding işletmesinin 2018-2022 dönemlerine ait verileri ele alınarak çalışma kapsamındaki yıllara ait finansal oranları analiz edilerek değerlendirilmiştir. Likidite, aktivite, sermaye yapısı ve karlılık oranları elde edilen holdinglere ait bulgular doğrultusunda hem analiz edilen holdinglerin, hem de sektöre ait ortalamalar ve oranlardaki eğilimin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada öncelikle işletmelerin risk düzeyini ve kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü tespit etmeyi amaçlayan likidite oranları hesaplanmış, holdinglere ait cari oran, asit test oranı ve nakit oranları çalışma kapsamındaki her bir holding için hesaplanarak analiz edilmiştir. Bulgular, ele alınan holding işletmelerinin yarıdan fazlasına ait ortalama değerlerin beklenen cari oran değerinin üzerinde olduğunu göstermiştir. 2022 yılına kadar artan bir eğilime sahip olan sektör ortalaması değerinin de yaklaşık 2,53 düzeyinde olduğu, holdinglere ait dönen varlıkların kısa vadeli borçları ödeme kapasitesinin açısından oldukça güçlü bir yapıya sahip olduğu tespit edilmiştir. Holdinglere ait likidite oranı ya da diğer bir ifade ile asit test oranı bulgularının cari oran ile benzer sonuçlara sahip olduğu, sektör ortalamalarının da beklenen düzeyin üstünde olduğu görülmüştür. En riskli koşullar altındaki risk seviyesini hesaplayan nakit oranı açısından 0,50 değeri üzerinde ortalamaya sahip olan sadece 9 holding işletmesinin mevcut olduğu görülmüştür. 2020 yılında en yüksek değere sahip olan nakit oranı çalışma kapsamındaki dönemler için yaklaşık 0,57 değerinde olduğu görülmüştür. Holding sektörü işletmelerine ait likidite oranlarının çalışma kapsamı için riskli olarak değerlendirilemeyeceği tespit edilmiştir.

Sektörde yer alan holdinglere ait varlıkların faaliyet dönemi içinde ne etkinlikte kullanılmış olduğu da aktivite ya da faaliyet oranları kapsamında ele alınmıştır. İlgili dönemde ele alınan holding işletmelerine ait bulgularda öncelikle stokların ne etkinlikte kullanılmış olduğu ele alınmış, çalışma kapsamındaki dönemde stokların dönem içindeki aktivitesinin genel olarak yüksek olduğu, işletmelerin büyük bir çoğunluğunun ortalama olarak üç veya daha üzeri olacak şekilde stoklarını dönem içinde satışlara yansıtmış olduğu görülmüştür. Ele alınan dönemler boyunca sektöre ait ortalama değerler yaklaşık olarak 7,67 ile 9,36 arasında değişmekle birlikte 2019 yılında ortaya çıkan Covid-19 küresel salgınının da muhtemel etkisiyle 2020 ve 2021 dönemlerinde azalma göstermiş, sektöre ait genel ortalama 8,527 olarak hesaplanmıştır. Ticari faaliyetlerinden doğan alacaklarının aktivitesi analiz edilen holding işletmeleri içinde en düşük ortalama 1,65 olarak ortaya çıkmış, çalışmada ele alınan holdingler ve çalışma kapsamındaki dönemde sektör ortalaması 6,5978 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda çalışmada ele alınan holdinglerin ortalama olarak stoklarını tüketmede ve alacaklarını tahsil etmede yeterli ölçüde etkin olduğunu söylemek faaliyet süreleri bakımından mümkün hale gelmiştir.

Çalışmada, sektörde yer alan holdinglerin sahip olduğu duran varlıklarının, özkaynaklarının ve toplam varlıklarının dönem içinde ne ölçüde etkin kullanmakta olduğu da oran analiziyle ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, çalışma kapsamındaki dönem için ortalama olarak duran varlıklarını 0,9725, özkaynaklarını 1,0065, sahip oldukları varlıkların tamamını ise 0,4305 seviyesinde etkin kullanmış olduklarını göstermiştir. Olabildiğince yüksek olması beklenen bu oranların ilgili dönem ve holdingler için yeterli sayılabilecek düzeyde olup her üç faaliyet oranının da 2020 ve 2021 dönemlerinde düşüş göstererek 2022 döneminde tekrar yükselmiş olduğu ayrıca tespit edilmiştir.

Çalışmada varlıklarının finansmanı açısından da ele alınan holdinglere ait sermaye yapısı ya da kaldıraç oranları da ilgili dönem ve şirketler için analiz edilmiştir. Bulgular holdinglerin 2018-2022 dönemine ait ortalama veriler doğrultusunda neredeyse eşit ağırlıkta kullanılmakta olduğunu göstermiş, özkaynaklar ile finansmanın, arada çok az bir fark olsa da, daha ağırlıklı olarak tercih edilmiş olduğunu göstermiştir. Bulgular holdinglere ait kaynak finansmanında 2018 döneminden 2022 dönemine kadar olan süreçte başlangıçta ağırlıklı olarak yabancı kaynak finansmanı tercih edilmekte iken ilerleyen süreçte özkaynak kullanımı ile finansmanın artmış olduğu görülmektedir.

Sermayedarların ve yatırımcıların genel olarak daha fazla dikkatini çekmekte olan karlılık oranlarına ait bulgular, çalışmada ele alınan holdingler açısından analiz edildiğinde elde edilen satış gelirlerinin ortalama 0,2483'lük kısmını net kar olarak elde tutmakta olduğunu göstermiştir. Holdinglere ait ortalama faaliyet kar marjı ve net kar marjı sonuçlarının analiz edilen dönem içinde, özellikle 2022 döneminde, artmakta olduğu da ayrıca tespit edilmiştir. Holdinglerin sahip olduğu tüm varlıkları karşılığında analiz kapsamındaki dönem için ortalama 0,0721, özkaynakları karşılığında ise 0,1048 oranında kar elde etmiş olduğu da çalışmaya ait bulgular arsındadır.

Elde edilen bulgular doğrultusunda Borsa İstanbul'da yer alan ve holding sektöründe yer alan işletmelerin 2018-2022 mali analiz sonuçlarının ortalama olarak kabul edilebilir düzeyde olduğu görülmüştür. Çalışma kapsamında holdinglere ait yorumlar sektöre ait ortalama değerler dikkate alınarak yapılmış, analiz edilen birbirinden farklı holdinglere ait oranların bazı şirketler için çok yüksek ya da çok düşük olmasının sektör ortalamasını etkileme derecesi ve çalışma kapsamındaki süre ve şirket sayısı dikkate alınmalıdır. Ayrıca, holdinglerin birbirinden farklı iş kollarında faaliyet göstermekte olması ve iş koluna ait özelliklerin işletmelerin mali yapılarında farklılık göstermekte olması da dikkate alınması gereken önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Alpay, G. (1988). *Holding Yönetimine Gelince*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Avcı, P. (2019). *Holding Firmalarında Değer Tespiti ve Borsa İstanbul'da İşlem Gören Holding ile Bağılı Ortaklık ve İştiraklerin Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Avdasheva, S. (2007). Russian Holding Groups: New Empirical Evidence, *Problems of Economic Transition*, 50:5, 24-43.
- Chandler, A. D. (1959). The Beginnings of "Big Business" in American Industry. *Business History Review*, 33(1), 1-31.
- Dağlı, H. (2017). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). Trabzon: Derya Kitabevi.
- Grabowiecki, J. (2006). Keiretsu Groups: Their Role in The Japanese Economy and a Reference Point (or a Paradigm) for Other Countries, *Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization*, 413, 1-64.
- Ildır, A. (2003). *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Paradigma Yayınları.
- Kishida, T. (1999). *The Holding Company-An Analysis of Its Organizational Form. Restructuring The Economy of the 21st Century in Japan and Germany*, Berlin: Dunker & Humblot GmbH.
- Özalp, İ., Saldıraner, Y. & Dereköy, A. H. (1990). Holding Yönetimi. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 37-58.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim* (2. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Özen, Ş. & Yeloğlu, H. O. (2006). Bir Örgüt Kimliği Olarak 'Holding' Adının İnşası ve Aşınması: Eşanlı Kurumsallaşma ve Çözülme Üzerine Bir Model Önerisi. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6 45-84.
- Tekinalp, Ü. (2015). *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Web Kaynakları;**
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (2023). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Hisse Senetleri. <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx> adresinden erişildi. (ET:20.06.2023)
- Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) (2023). Borsa İstanbul'da Yer Alan Şirketlerin Yer Aldığı Sektörler. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler> adresinden erişildi. (ET:16.08.2023)

Aracı Kurumlar Sektörü Finansal Analizi

Ali Ulvi Özgül¹

Özet

Aracı kurumlar, işlerlikleri açısından finansal piyasaların vazgeçilmez bileşenleridir. Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık aracı kurumlar finansal analiz ile bu bölümde incelenmiştir. Örneklem, 2018-2022 döneminde sektörün ortalamada varlık, işlem hacmi ve satış gelirlerinin sırasıyla %35, %22 ve %40’ını temsil etmektedir. Örneklemdeki tüm firmalar geniş yetkili ve köklü aracı kurumlardır. Sektör geneline kıyasla yüksek kaldıraç, yüksek aktif ve özkaynak devir hızı oranları ile satışlara dayalı kârlılık ölçütlerinde düşük oranlar, örneklemin tipik özellikleri arasındadır. Örneklem firmalarının oranları zaman boyutunda fazlaca değişkendir. Bu bulgu, yoğunlukla pay senedi işlemlerine aracılık eden sektörün piyasaların oynaklığına hassasiyeti ile ilişkilendirilmiştir. Bu nedenle, piyasa riskinin önemi son yıllarda tırmanışa geçen piyasalar ile daha da artmıştır. Örneklem içinde yer alan firmalar özelinde kaldıraçın likidite üzerine olumsuz etkisinin nakit oran ile daha belirgin hale gelmesi, alacak yönetiminin önemini vurgulamaktadır. Borç yönetimi ve etkinlik oranlarının sektörün finansal performansına etkileri bakımından daha fazla öne çıkan ölçütler olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, sektörün İş Yatırım gibi daha büyük oyuncuları açısından daha anlamlıdır. Artan piyasa hacimleri ile orantılı olarak artan işlem hacimleri hem borcu hem de varlık ile kaynakları etkin yönetmeyi gerekli kılmakta, hacimle artan gelirler ölçek nedeniyle kârları tutar olarak yükseltmektedir. Diğer yandan, örneklemin nispeten küçük aktörleri ve örneklem dışı aracı kurumlar için analiz edilen dönemin son 3 yılı itibarıyla Osmanlı Yatırım, kâr performansı açısından nirengi noktasıdır. Sürdürülebilir büyüme, brüt kârdan başlayarak sonuç hesaplarına yansıyan kâr hedeflerini gerektirir. Bu yolla sağlanacak içsel kaynak birikimi için etkin bir gider yönetimi de ihmal edilmemelidir.

1. Giriş

Bu bölümün konusunu teşkil eden aracı kurumlar sektörü, finansal piyasaların işlerliği, etkinliği ve gelişimi açısından hayati öneme sahiptir. Gerçekten de küresel piyasalara benzer şekilde, ülkemizde sermaye piyasaları araçlarından en önemlisi konumundaki pay senetleri için 28.11.2005 tarihinden itibaren kayden izlenme zorunluluğu getirilmiş olup, kayden izleme ve raporlama ise aracı kurumların da dahil olduğu üye yatırımcı kuruluşlarca yapılabilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2022)². Bireysel ve kurumsal yatırımcıların pay senedi işlemlerini aracı kurumlar olmaksızın yerine getirememesi, düzenlemenin tabii bir sonucudur. Dahası, günümüzde menkul kıymetlere yönelik işlemler elektronik platformlarda gerçekleşmekte, kayden izlenmekte ve ilgili süreçler finansal aracılardan uzmanlığını ve faaliyetlerini gerektirmektedir.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Ankara Bilim Üniversitesi, a.ulvi.ozgul@outlook.com, ORCID: 0000-0002-1082-2652

2 Benzer şekilde yatırım fonu katılma belgeleri için de kaydedilme zorunlu kılınmıştır. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından kayden izlenen kıymetlere, kayıt ve saklama ile ilgili bilgilere web sitesinden ulaşılabilir (“Biz Kimiz”, 2023).

Doğrudan takas yerine finansal araçların kullanılmasının daha önemli nedeni, yatırımcıların eksik bilgiye sahip olmaları gerçeğidir. Bir aracı, birbirini tanımayan ama emirleri itibariyle birbirleri ile uyumlu ve birbirlerini tamamlayan işlem sahiplerini yine emirleri üzerinden bir araya getirir. Fiziki emtia ticaretine kıyasla bu tür bir aracılıkta aracının kullandığı stok; bilgi birikimi, kolayca gözlenemeyen, örtük sinyalleri yorumlamadaki özel mahareti ve bilgiyi tekraren kullanabilme fırsatıdır (Greenbaum, Thakor ve Boot, 2015:24). Dolayısıyla, finansal aracı kurumların bilgiyi elde etme, saklama ve bunları hazır halde tekraren kullanabilme yetenekleri, bilgi işleme sürelerini ve maliyetlerini önemli ölçüde azaltarak piyasalardaki fon akışlarının daha hızlı ve daha ucuz gerçekleşmesine olanak sağlamaktadır (Fabozzi, Modigliani ve Jones, 2009:23).

Finansal aracılık, literatürde oldukça geniş bir kuruluş yelpazesini ifade eder ve çoğu zaman yatırım bankaları başta olmak üzere yatırım kurumları ve ticari bankacılık kapsamında ele alınır (Greenbaum vd., 2015:29; Stowell, 2010:7). Bu bölümde finansal analiz ile incelenecek aracı kurumları, toplumun geneline hitap etmelerinden ve bir yatırım bankasının sunduğu ürün ve hizmetlerin tamamını sunamamalarından dolayı Stowell'in (2010) tasnifine uygun olarak 'perakende aracılık şirketleri' kapsamında değerlendirmek daha uygundur.

Finansal analizin kapsadığı 2018-2022 yıllarını içine alan 5 yıllık dönem dikkate alındığında, aracı kurumların faaliyetlerinin yoğunlaştığı Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) pay piyasası toplam hacmi, 2017 yılında 373,06 milyar Amerikan doları (USD) iken %184,53 artışla 2022 yılında 1.061,48 milyar USD olarak gerçekleşmiştir³. İlgili dönemde USD cinsinden olmak üzere hacimdeki Bileşik Yıllık Büyüme Oranı (BYBO) %23,26 olarak hesaplanırken Türkiye ekonomisinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) bakımından BYBO'su %1,07'dir (The World Bank, 2023). Pay piyasasındaki bu gelişim, aracı kurumların hedef kitesinin toplumun tamamı olduğu gerçeği de dikkate alındığında sektöre yönelik çalışmalarını daha anlamlı kılmaktadır. Bu yaklaşımla, bölümde Türkiye'de aracı kurumlar sektörü, pay senetleri BİST'te işlem gören sekiz adet firma örneklemini üzerinden finansal analiz ile incelenecektir.

İzleyen kısımda aracı kurumlar sektörü ("sektör") ve örnekleme dahil edilen firmalar tanıtılmış ve temel bilgiler özetlenmiştir. Üçüncü kısımda ise öncül oranlar üzerinden yapılan finansal analize ve bulguların yorumlanmasına yer verilmiştir. Analizin genel sonuçları ve öneriler ise son kısımda sunulmuştur.

2. Dünyada ve Türkiye'de Aracı Kurumlar Sektörü

2.1. Dünyada Aracı Kurumlar Sektörü

Finansal aracılık sektörüne yönelik Allied Market Research [AMR] (2022) tarafından yayınlanan küresel pazar araştırması raporunun özet bilgilerine göre, pay senedi pazarının hasılat bakımından 2021 yılı büyüklüğü 38,5 milyar USD olarak değerlendirilmiş ve %11,7 BYBO ile 2031 yılında 112,7 milyar USD'ye ulaşacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla rapor, BİST pay piyasasında son yıllarda görülen pozitif ivmenin küresel ölçekte devam edeceğini salık vermektedir. Sektör faaliyetleri; emir iletimi ve gerçekleştirilmesi, danışmanlık, özel hizmetler ve diğerleri olmak üzere 4 kesitte ele alınmış ve ilk kesitin hem günümüzde hem de gelecek projeksiyonlarında en yüksek paya sahip olduğu vurgulanmıştır. COVID-19 salgınının sektöre

3 BİST ana, yıldız ve alt pazarları yıllık hacim verileri ve ortalama kurlar kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır. 2022 yılı için daha net rakam Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından 975 milyar USD olarak açıklanmıştır (TSPB: 2023a).

etkisinin, teknolojinin sunduğu pay piyasası işlemleri çözümlerinin öngörülemez şartlara bağlı olarak artan hızda benimsenmesinden dolayı düşük kaldığının vurgulandığı raporda robot danışmanlar boyutundaki değerlendirmeler finansal inovasyon bakımından dikkat çekmektedir (AMR, 2022).

En gelişmiş piyasaların yer aldığı Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) sektörün düzenleyicisi Finans Sektörü Düzenleme Kurumu'dur (Financial Industry Regulatory Authority [FINRA]). FINRA, kuruma kayıtlı oldukça fazla sayıda firma ve profesyonel hakkında toplumsal farkındalık ve finansal bilgi düzeyinin artırılması amacıyla yıllık raporlar sunmaktadır. Kurumun güncel raporuna göre 2022 yılında faaliyet gösteren kayıtlı profesyonellerin sayısı 637.037 olup, bunların sırasıyla %82,3'ü 500 ve üzeri; %8'i 150-499 ve %9,7'si 150'den az profesyonelin bulunduğu 165 adet büyük, 192 adet orta ve 3.021 adet küçük ölçekte firmalarda çalışmaktadır (FINRA, 2023:3,14). Aracı kuruluşların 2022 yılı toplam gelirleri 350,5 milyar USD, giderleri 308,2 milyar USD düzeyindedir⁴ (FINRA, 2023:37).

2.2. Türkiye'de Aracı Kurumlar Sektörü

6362 sayılı mer'î Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun), 3. maddesinde yatırım kuruluşlarını, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları ve bankalar olarak tanımlamıştır. Ayrıca tanımı yapılan aracı kurumlar ise öncelikle ve özellikle sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak ya da bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini yürütürler (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012). Kanunun 43. maddesinde aracı kurumun kuruluşuna Sermaye Piyasası Kurulunca (Kurul) izin verilebilmesi için gerekli koşullar sıralanmış olup, diğer yatırım kuruluşları gibi aracı kurumlar da Kurulun düzenleme ve denetimine tabidir.

Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1) ile Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1) başlıklı Kurul düzenlemeleri diğer yatırım kuruluşlarını kapsayacak şekilde aracı kurumlara yönelik öne çıkan kanuni düzenlemelerdir. İkinci tebliğin 8. maddesi, aracı kurumları üç ana grupta sınıflandırmaktadır:

- Dar yetkili (kapsamlı) aracı kurumlar; emir iletimi ve/veya yatırım danışmanlığı faaliyetini,
- Kısmi yetkili aracı kurumlar; işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden herhangi birini ya da hepsini,
- Geniş yetkili aracı kurumlar ise portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetlerinden herhangi birini ya da hepsini yürütürler (İlgili Tebliğ [III-37.1], 2013).

Bu maddede belirtilen yatırım faaliyetleri ve hizmetleri ile yan hizmetlerin kapsamı aynı tebliğde detaylı olarak açıklanmıştır. Aracı kurum faaliyetleri, Avrupa Topluluğu'ndaki Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiksel Sınıflandırması (NACE) sisteminin yürürlükte olan Rev. 2 versiyonunda finans ve sigortacılık faaliyetlerine ilişkin K bölümünde 66.12 koduyla listelenmiştir. Bu sınıf,

4 Bu rakamların sabit getirili menkul kıymetler, türev ürünler ile ilgili aracılık hizmetlerini ve başkaca yan faaliyetleri içerdiği dikkate alınmalıdır.

başkaları adına finansal piyasalarda pay senedi işlem aracılığı, diğer finansal araçlara yönelik aracılık, emtia sözleşmeleri aracılığı ve döviz bürosu faaliyetlerini kapsamaktadır. Yukarıda belirtilen işlem yetkisine dayalı gruplama çerçevesinde sektör faaliyetlerinin bir kısmı da 66.19 kodlu sınıfta yer almaktadır (European Community, 2008).

Tablo 1: Yıllar itibariyle toplam aracı kurum ve çalışan sayıları

Yıllar	2002	2007	2012	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aracı Kurum Sayısı	119	99	97	65	63	65	60	61	64
Çalışan Sayısı	6627	5861	5258	4751	4916	4964	5533	6179	6771
Yüksekokul ve üzeri dereceli çalışan oranı ⁵ (%)	68	74	81	89	89	90	92	93	93

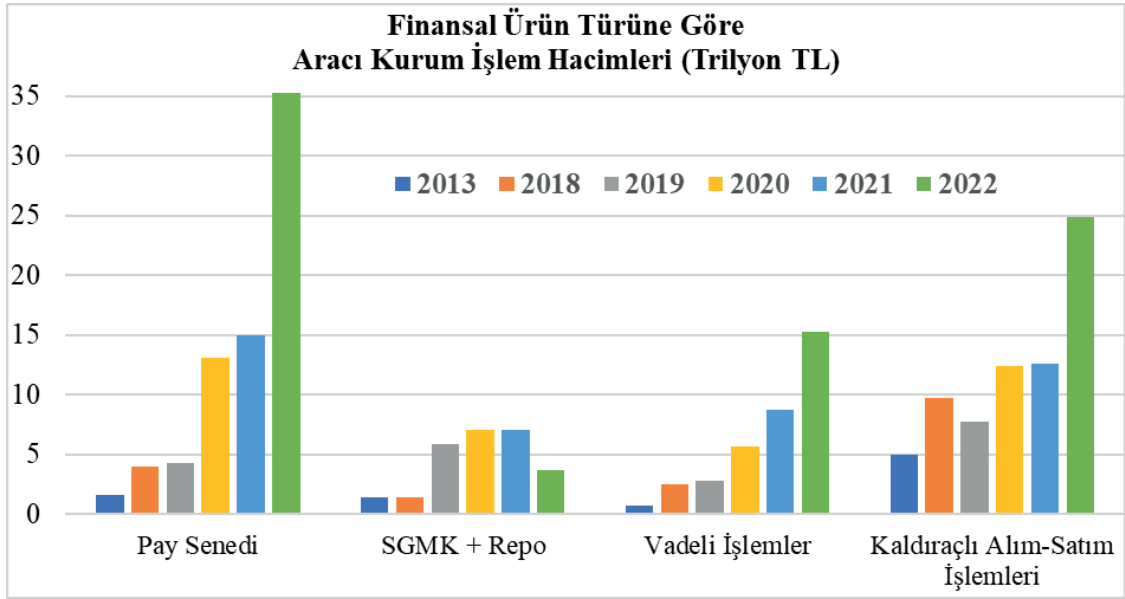
Kaynak: *Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği* (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Türkiye’de aracı kurumların kökeni, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adıyla kurulan BİST’e uzanmaktadır. İlgili yılda faaliyet gösteren 10 aracı kurum varken 2001 yılında bu sayı 130’a kadar yükselmiştir (Kadıoğlu ve Günalp, 2019). Analiz dönemini de kapsayacak şekilde Türkiye’de faaliyet gösteren aracı kurum ve çalışanları sayıları Tablo 1’de sunulmuştur.

Kadıoğlu ve Günalp (2019), 1997’den itibaren pazara giriş engelinden dolayı aracı kurum sayısının artmadığını belirtmiştir. Gerçekten de aracı kurum sayısı yıllar itibariyle azalış göstermiş, özellikle 2002-2007 ve 2012-2017 arası 5’er yıllık iki dönemde sırasıyla %17 ve %33 düşüş yaşanmıştır. 2017’den günümüze bu sayı, daha dar bir aralıkta, 60-65 bandında seyretmektedir. Bu bulgu, piyasanın olgunlaştığı ya da piyasa gelişmeleri ve teknolojik gelişmelere uyum bağlamında daha profesyonel yapıların yatırım faaliyetlerini idame ettirdiği şeklinde de yorumlanabilir. Tablo 1’den okunan diğer bir gelişme, aracı kurum sayısı azalırken sektörde çalışan ve neredeyse tamamı nitelikli çalışan sayısında gözlenen artıştır. 2002 yılında kurum başına ortalama çalışan sayısı 56 iken son yıl itibariyle bu sayı neredeyse iki katına, 106’ya ulaşmıştır. Son yıllarda BİST hacmindeki yükselişle birlikte çalışan sayısındaki artış ilişkilidir, ancak işlem hacimlerindeki trend, verimlilik artışlarını da öne çıkarmaktadır.

Aracı kurumlar sektörünün 2013 yılıyla birlikte finansal analize konu olan son 5 yıllık ürün bazında işlem hacimleri Şekil 1’de izlenmektedir. Göreceli olarak düşük seyreden varant-sertifika ile opsiyon işlemleri grafiğe dahil edilmemiştir. Son üç yıl itibariyle Sabit Getirili Menkul Kıymet (SGMK) ve Repo pazarı işlem hacimleri diğer ürün/pazar işlem hacimlerindeki yukarı yönlü ivmeyi yakalamaktan uzaktır. Bu husus, faiz oranlarının seyriyle birlikte değerlendirilmelidir. Son yıl itibariyle pay senedi ve kaldıraçlı alım-satım işlemlerindeki artış özellikle dikkat çekmektedir.

5 Lisans ve üstü dereceli çalışan oranları da bu oranların % 5-6 dolaylarındadır.



Şekil 1: Aracı kurumların yıllara göre ürün bazında toplam işlem hacimleri

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Ürün bazında faaliyet artışı oranları, içerisinde bulunduğumuz enflasyonist ortam dikkate alınarak USD temelli hacimler ile Tablo 2’de ele alınmıştır. İnceleme dönemi itibariyle analize konu olan sekiz şirketin pay senedi işlem hacimlerindeki artış sektörün geneliyle uyumlu olup, varant-sertifika ile SGMK ve repo işlem hacimleri genelin üzerinde artış göstermiştir. Yine, vadeli işlemlere ilişkin hacim, genele yakın ama bir miktar altında büyüme sergilemiştir. Kaldıraçlı işlemlerde USD bazında daralma ele alınan beşer yıllık dönemler itibariyle sektör genel seviyesindedir.

Tablo 2: Aracı kurumlar ürün işlem hacmi USD temelli Bileşik Yıllık Büyüme Oranları (BYBO)

Dönem	Pay Senedi	Varant-Sertifika	SGMK + Repo	Vadeli İşlemler	Opsiyon	Kaldıraçlı Alım-Satım İşlemleri
<i>A. Aracı Kurumlar Sektörü Genel</i>						
2013-2018	(%0,89)	-	(%17,54)	%5,60	-	(%5,00)
2017-2022	%23,52	%13,12	(%10,26)	%15,83	(%15,70)	(%7,75)
<i>B. Finansal Analize Dabil Edilen Örneklem (8 şirket)</i>						
2013-2018	%0,15	-	(%18,00)	%1,86	-	(%5,53)
2017-2022	%23,26	%20,10	%6,70	%12,23	(%21,50)	(%7,60)

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ve ortalama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) USD döviz alış kurları ile yazar tarafından hazırlanmıştır. Negatif rakamlar, yatık ve parantez içinde gösterilmiştir.

Sektöre yönelik olarak diğer bir önemli husus, FINRA’ya benzer şekilde yatırım kuruluşlarının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (Birik, TSPB) çatısı altında örgütlenmiş olmalarıdır. Birlik, Kanun ile 11.02.2001’de kurulmuş, Nisan 2001’de faaliyete geçmiş, kamu kurumu niteliğinde, öz düzenleyici bir meslek kuruluşudur (“Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği”, 2023). Üyeler,

sermaye piyasalarında faaliyette bulunan tüm banka, aracı kurum, portföy yönetim şirketleri ve yatırım ortaklıklarıdır. SPK denetimi altında olan Birlik, analize konu dönemin son 3 yılı itibariyle ve güncel verilere göre 71 aracı kurum üyeye sahiptir. Sermaye piyasasında faaliyet gösterebilmek için üyelik zorunludur (TSPB, 2023b). Sermaye piyasasına yönelik bu yapılanma biçimi, ABD’de düzenleyici otorite olan FINRA’nın ABD Kongresi tarafından yetkilendirilmiş ve ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) gözetimine tabi olması bakımından benzerlik arz etmektedir (“About FINRA”, 2023; “Trading and Markets”, 2023).

2.3. Finansal Analize Konu Aracı Kurumlar Örnekleme

Kitabın diğer bölümlerine benzer şekilde bu bölümde de pay senetleri BİST’te işlem gören aracı kurumlar, diğer bir ifadeyle halka açık aracı kurumlar örneklem olarak alınmıştır. Diğer taraftan başka birçok sektörün aksine, aracı kurumlar sektöründe firmalar finansal piyasalara yönelik kamusal hizmet sundukları için kamuyu aydınlatma düzenlemelerine tabidir. Kurulun Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliği (V-77) uyarınca aracı kurumlar Tebliği’de detaylandırılan mali tablo bilgilerini belirtilen formlar ile Birliğe raporlamakla, Birlik de bunları yayınlamakla yükümlüdür (İlgili Tebliğ [V-77], 2004). Bu bilgiler ışığında analizde sektöre yönelik detay bilgiler de kısmen kullanılmıştır.

Ağustos 2023 dönemi itibariyle pay senetleri BİST’te işlem gören ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sitesinde aracı kurumlar sektörü altında listelenen sekiz adet şirket finansal analiz örneklemini oluşturmaktadır. Sektör şirketlerinin unvanları, BİST’teki sembolleri ile izleyen bölümde metin içinde atıflarına yönelik kısaltmalar, Tablo 3’de sunulmuştur.

Tablo 3: Örneklemede yer alan şirketlere ilişkin bilgiler

BİST sembolü	Şirket Unvanı	Metin İçi Kısaltma	Kuruluş Tarihi
AICAP	A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	A1 Capital	16.11.1990 ⁶
GEDİK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Gedik	02.05.1991
GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Global	31.10.2001 ⁷
INFO	İNFÖ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	İnfö	21.12.1990 ⁸
ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	İş Yatırım	18.12.1996
OSMEN	OSMANLI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Osmanlı	19.12.1996 ⁹
OYYAT	OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Oyak	14.05.1982
TERA	TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Tera	15.11.1990 ¹⁰

Tablodan şirketlerin BİST’in kuruluşunu takiben 10 yıl içerisinde faaliyete başlamış köklü aracı kurumlar olduğu görülmektedir. Bunun istisnası olan Global de sektörün kıdemli firmalarındandır. Oyak ise BİST’ten daha uzun geçmişi ile dikkat çekmektedir. Şirketlerden Oyak, Tera ve A1 Capital, sırasıyla 2021, 2022 ve 2023 yıllarında halka arz edilmiştir. Dolayısıyla analiz döneminin başı itibariyle halka açık anonim şirket statüsünde değildiler, ancak son beş

6 Form Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

7 Eczacıbaşı-UBP Portföy Yönetimi A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

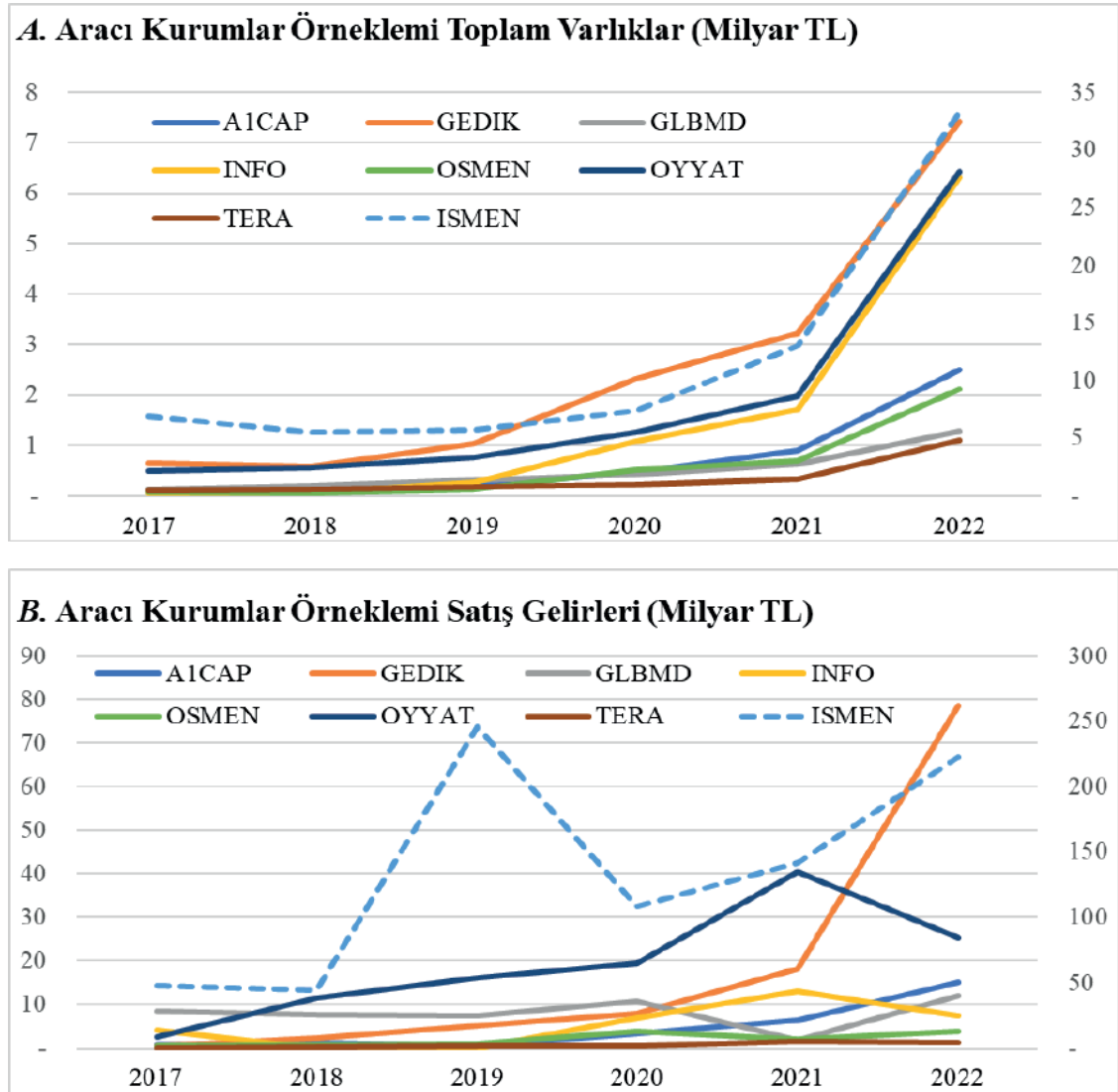
8 Lider Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

9 İktisat Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

10 Günyal Günay Yalavaç Menkul Değerler A.Ş. unvanı ile kurulmuştur.

yıllık (2018-2022) bağımsız denetim raporlarına ulaşılabildiği için bütünlük açısından analize dahil edilmişlerdir. Örneklem şirketlerden Global ve Osmanlı pay senetleri BİST Ana Pazarda, diğer altı şirketin pay senetleri BİST Yıldız Pazarda işlem görmektedir. Örneklemin tüm şirketleri geniş kapsamlı aracı kurum statüsündedir.

Örnekleme oluşturan firmaların toplam varlıklarının ve satış gelirlerinin beş yıllık gelişimi Şekil 2'de görülmektedir. Bilançoların özellikle son üç yıl itibariyle büyüme trendinde olduğu, son yıl ise İş Yatırım, İno, Oyak ve Gedik'in oldukça yüksek oranda büyüme gösterdiği görülmektedir. Gedik'in satış gelirlerinde de benzer trendi yakaladığı alt paneldeki grafikten okunabilmektedir. Oyak'ın son yıl itibariyle varlıklarındaki artışa karşın satış gelirlerindeki azalışı kâr politikası ile ilgili olabilir. Diğer firmalarda da izlenen satış gelirlerindeki değişkenlik de benzer şekilde satış politikaları ile ilişkilendirilebilir.



Şekil 2: Aracı kurumlar örnekleme 2017-2022 yılları toplam varlıklar ve satış gelirleri gelişimi

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmış olup, tutarlar milyar TL cinsinden belirtilmiştir. Ölçek farkı nedeniyle İş Yatırım değerleri kesikli çizgi ile ve sağ ekseninde gösterilmiştir.

Gerek aktif büyüklüğü gerekse satış gelirleri tutarlarına bakıldığında ölçek farkından dolayı öncelikle İş Yatırım, sonrasında Gedik ve Oyak ile kısmen İno sektörün önemli oyuncularını olarak değerlendirilebilir.

Tablo 4: Analiz dönemi sektör toplam varlıkları ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör Toplam Varlıkları (Milyon TL)	21.878,33	27.194,65	41.348,62	61.386,30	152.442,60
AICAP	0,58	0,72	1,13	1,46	1,64
GEDİK	2,69	3,79	5,60	5,27	4,87
GLBMD	0,86	1,16	1,04	1,00	0,84
İNO	0,25	0,93	2,63	2,79	4,14
İSMEN	25,19	21,08	17,89	21,21	21,82
OSMEN	0,30	0,51	1,24	1,13	1,39
OYYAT	2,50	2,78	3,06	3,22	4,22
TERA	0,54	0,64	0,54	0,53	0,72
Örneklem Toplamı	32,89	31,62	33,12	36,61	39,64

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (<https://tspb.org.tr/>) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 4’de örneklem şirketlerinin varlıklarının sektör varlıkları içerisindeki payları yüzde cinsinden verilmiştir. Örneklem toplam varlıkları, sektör içerisinde yaklaşık %35 paya sahiptir. Bu yönden örneklemde yer alan firmaların sektörü önemli ölçüde temsil ettiği söylenebilir. Büyüme trendinde olan sektörün özellikle son yılı, içerisinde bulunduğumuz enflasyonist ortama rağmen dikkat çekmektedir. İş Yatırım, sektörün önemli bir kuruluşudur. Varlıkları itibarıyla sektörün beşte birini ifade eden aracı kurum hem örneklem hem de sektörün lideri konumundadır. Gedik ve Oyak da sonrasında gelen örneklem öncüleri arasındadır.

Sektöre göre örneklemi benzer şekilde işlem hacimleri üzerinden ele alan Tablo 5’e göre, örneklem firmaları hacmin yaklaşık beşte birini sağlamaktadır. İş Yatırım’ın payı bu ölçüte göre yaklaşık %9’a düşmekte, Gedik varlıklar bazındaki payına yakın izlenmekte, Oyak ise yine varlıklara kıyasen daha düşük pay almaktadır. Tera’nın hem varlık hem de işlem hacmi bakımından örneklem en düşük ölçekli firması olduğu görülmektedir. A1 Capital ve İno ise toplam hacim içerisindeki payları, toplam varlıklar içerisindeki paylarını aşan, birim varlık başına daha fazla işlem hacmi üreten firmalar olarak öne çıkmaktadır. Osmanlı ve Global firmaları da aktif büyüklüğü ve işlem hacmi payları yıllar içerisinde değişmekle beraber bu ikisine yakın izlenen aracı kurumlardır.

Tablo 5: Analiz dönemi sektör toplam işlem hacimleri ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör İşlem Hacmi (Milyar TL)	17.553,98	20.622,36	38.330,91	43.522,94	79.250,44
AICAP	2,27	2,55	1,88	1,84	1,85
GEDIK	5,02	3,65	4,04	3,84	3,30
GLBMD	0,56	0,61	0,84	0,82	0,67
INFO	1,15	2,15	3,51	4,81	6,41
ISMEN	9,19	10,14	10,02	8,85	7,95
OSMEN	0,38	0,43	1,00	1,03	1,28
OYYAT	0,79	1,13	1,45	1,57	1,49
TERA	0,18	0,15	0,23	0,21	0,21
Örneklem Toplamı	19,54	20,82	22,98	22,96	23,16

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (https://tspb.org.tr/) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Satış gelirleri içerisindeki pay da işlem hacmine benzer şekilde pazar payı olarak okunabilir. İş Yatırım'ın bu ölçüt bakımından varlık payına benzer şekilde ve daha çok öne çıktığı Tablo 6'da izlenmektedir. Hacimdeki pay düşüşüne karşılık satış gelirlerindeki pay artışı fiyat politikaları, hedef müşteri kitlesi bağlamında ayrıca incelenebilir. İstisna yıl olan 2020, hedeflere göre satışın zorlaştığı bir yıl olabilir. Yine, Oyak 2019 ve 2022 hariç tutulduğunda gelirlerden ciddi pay almıştır. Gedik dışındaki kalan diğer firmaların gelirlerdeki göreceli düşük payları ölçüğe, hacimden benzer düzeyde gelir üretmedeki zorluklarına bağlanabilir. Tablo 5 ve Tablo 6 tutarları birlikte ele alındığında sektörde aracılık işlemleri komisyonlarının yıllar itibarıyla ortalamada yüzdeler cinsinden 0,9 ile 2,8 arasında değişkenlik gösterdiği, üst sınıra yakın olmak üzere yaklaşık 1 – 1,50 bandında gerçekleştiği söylenebilir.

Tablo 6: Analiz dönemi sektör toplam satış gelirleri ve şirketlerin yüzde cinsinden payları

Şirket / Yıl	2018	2019	2020	2021	2022
Sektör Satış Gelirleri (Milyon TL)	162.827,12	570.604,22	577.847,63	645.668,37	810.198,62
AICAP	0,72	0,10	0,56	0,99	1,87
GEDIK	1,37	0,92	1,37	2,82	9,71
GLBMD	4,74	1,30	1,87	0,26	1,49
INFO	0,02	0,02	1,19	2,04	0,93
ISMEN	27,18	43,08	18,83	21,92	27,45
OSMEN	0,40	0,19	0,69	0,33	0,47
OYYAT	7,07	2,85	3,39	6,26	3,14
TERA	0,10	0,08	0,10	0,22	0,17
Örneklem Toplamı	41,60	48,54	28,00	34,84	45,23

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (https://tspb.org.tr/) verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

3. Aracı Kurumlar Sektörü Finansal Analizi

Kısa tanıtımı yapılan örneklem aracı kurumlar sektörü şirketlerinin 2018 yılından cari yıla uzanan beş mali dönemi, oran (rasyo) analizine tabi tutulmuştur. Şirket finansal verileri ve bağımsız denetim raporları KAP üzerinden temin edilmiştir. Literatürü (Brigham ve Houston, 2019; Ross, Westerfield, Jaffe ve Jordan, 2022 vb.) ve uygulamayı takiben şirketlerin aynı/benzer amaçları gözeten finansal oranları, dört grup altında farklı alt kısımlarda incelenmiştir. Bu kısımlarda en temel oran ve örneklem ortalama değerlerine yer verilmiş, sektörün daha önce açıklanan kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gereği toplu verileri ile sektör genel ortalama oranları da tablolarda sunulmuştur¹¹. Bir şirketin oranının örnekleme göre konumu, oranın anlamı gözetilerek olumludan olumsuz tablonun ilgili hücrelerinde yeşilden pembe tonlarına doğru ifade edilmiştir.

3.1. Likidite Oranları

Örneklemin borç ödeme kapasitesi sektörün geneline göre tüm dönemler itibariyle düşük izlenmektedir. Tablo 7'nin A panelinde sunulan cari oran değerlerine göre; tüm dönem itibariyle sektördeki ortalama bir şirketin 1 TL Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları (KVYK) karşılığında 2,10 TL dönen varlığı bulunmakta iken, örneklem firmaları için birim KVYK başına dönen varlık ortalama 1,30 TL'dir. Yıllar itibariyle genel ortalamadan sapmalar değişse de bu tespit, tüm dönem için geçerlidir. Cari oranın düşük seyretmesi borç ödeme gücü bakımından olumsuz görülebilirse de kârlılık ve likidite arasındaki negatif ilişki de dikkate alınmalıdır. Nitekim, örneklem firmaları Tablo 12'de sunulan aktif kârlılığı (ROA), özkaynak kârlılığı (ROE) ve ekonomik rantabilite oranları bakımından sektör ortalamasından çok daha iyi performans sergilemişlerdir. Diğer taraftan, cari oranlarla ilgili tespit örneklemin genelden daha fazla KVYK kullandığı, yani mali kompozisyon itibariyle kısa vadeli borcun yoğunluğu ile ilişkilendirilebilir. Tablo 8'de sunulan mali yapı (borçluluk) oranları örneklemin kaldıraçtan, borcun maliyet ve vergi avantajından yararlanma politikası güttüğünü teyit etmektedir. Artan borç düzeyinin örneklemini daha riskli hale getirdiği de göz önünde tutulmalıdır.

11 Sektör genel ortalama rasyoları hesaplanırken uç değerlerin etkisini azaltmak amacıyla yukarı yönlü %10 kırma uygulanmıştır. Uç değerler, arzi mahiyet arz edebileceğinden genel hakkında daha sağlıklı fikir edinmek üzere bu uygulama tercih edilmiştir. Mali yapı ile ilgili olanlar başta olmak üzere oranları değerlendirmede bu durum dikkate alınmalıdır.

Tablo 7: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları likidite oranları (2018-2022)

Likidite Oranları					
A. Cari Oran					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,51	1,43	1,39	1,45	1,56
GEDİK	1,20	1,14	1,15	1,14	1,11
GLBMD	1,30	1,15	1,16	1,11	1,09
INFO	2,35	1,11	1,14	1,16	1,09
ISMEN	1,21	1,20	1,32	1,27	1,26
OSMEN	1,99	1,45	1,20	1,23	1,19
OYYAT	1,23	1,21	1,22	1,31	1,30
TERA	1,38	1,35	1,33	1,34	1,35
<i>Ortalama</i>	<i>1,52</i>	<i>1,26</i>	<i>1,24</i>	<i>1,25</i>	<i>1,24</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>2,63</i>	<i>2,37</i>	<i>1,69</i>	<i>2,01</i>	<i>1,81</i>
B. Asit-test Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
ISMEN	1,19	1,19	1,31	1,27	1,25
C. Nakit Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	0,25	0,21	0,07	0,32	0,51
GEDİK	0,57	0,45	0,39	0,36	0,36
GLBMD	0,14	0,10	0,09	0,15	0,11
INFO	0,93	0,43	0,43	0,40	0,35
ISMEN	0,78	0,55	0,36	0,41	0,55
OSMEN	1,59	1,06	0,74	0,78	0,45
OYYAT	0,47	0,70	0,40	0,48	0,45
TERA	0,75	0,69	0,58	0,65	0,49
<i>Ortalama</i>	<i>0,69</i>	<i>0,52</i>	<i>0,38</i>	<i>0,45</i>	<i>0,41</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>1,33</i>	<i>1,06</i>	<i>0,66</i>	<i>0,88</i>	<i>0,93</i>

Örneklem içerisine bakıldığında, A1 Capital'in cari oranlar açısından kreditorlerine daha fazla güven verdiğini, Tera ile ilk yılı hariç tutulduğunda İş Yatırım'ın bu doğrultuda A1 Capital'i izlediğini ifade etmek mümkündür. Gedik, Global ve Info hem örneklem hem de genel içerisinde borç ödeme kapasitesi düşük firmalar olarak öne çıkmaktadır.

Aracı kurumlar sektörü için asit-test oranı (hızlı oran), faaliyetleri gereği stoklar hesap grubu altında yer alan ticari mal, hammadde, malzeme vb. fiziki maddeler bulundurmadıkları için anlam ifade etmemektedir. İş Yatırım haricinde örneklemin hiçbir firmasında stok bakiyesi bulunmamakta, adı geçen firma ise 2022 dönemi bağımsız denetim raporunda yer alan bilgilere göre bilişim, tıbbi aletler, spor malzemeleri ve gıda sektörlerinde faaliyet gösteren grup firmalarını kontrol etmekte ve konsolide raporlama yapmaktadır. Bağlı ortaklıklardan yansıyan stok kaleminin önemlilik düzeyi, İş Yatırım'ın asit-test ve cari oranları kıyaslandığında oldukça düşüktür. Dolayısıyla, alacakları dikkate almaksızın daha ihtiyatlı bir yaklaşımla borç ödeme kapasitesini ele alan nakit oranlara bakmak daha uygundur.

Nakit oran, nakit ve benzeri varlıklar ile likit finansal yatırımları dikkate aldığından bir acil durum rasyosu olarak değerlendirilebilir. Örnekleme, cari oranla uyumlu şekilde sektör geneline göre daha düşük nakit oranlara sahiptir. Cari oranla karşılaştırmalı inceleme yapıldığında, A1 Capital'in cari oran penceresinden olumlu durumu, nakit oranla daha olumsuz hale dönmektedir. Dönemin ilk dört yılı itibariyle örnekleme ortalamasının altında seyreden rasyolar, ticari ve ticari olmayan nitelikteki alacakların dönen varlıklar içerisindeki yoğunluğunun göstergesidir. Varlık yönetimi oranları ile ilgili Tablo 10'a bakıldığında firmanın alacak yönetimi ile ilgili verimsizliği açığa çıkmaktadır. A1 Capital, son yıl itibariyle nakit oranında örnekleme bazında oldukça iyi performans sergilemiştir. Şirketin, hacimden aldığı pay yaklaşık olarak sabit kalırken, Tablo 6'dan izlendiği gibi satış payını artırması ve alacak yönetimindeki verimlilik, son yıl itibariyle başarılı bir finansal yönetim stratejisi izlediğini göstermektedir. Osmanlı ve Tera borçlarını nakden karşılama gücü noktasında örneklemin öne çıkan firmalarıdır. Gedik, cari oranlarına kıyasla nakit oranda daha fazla güven vermektedir. Ortalamalarda seyreden oran, cari oran da dikkate alındığında alacak yönetiminin göreceli etkinliğini salık vermektedir. Global ve Oyak'ın ilki düşük ikincisi ortalama olmak üzere örnekleme nakit oran seyri, cari oranları ile uyumludur. A1 Capital firmasına benzer şekilde İş Yatırım da hem satış gelirleri bazında pazar payını önemli ölçüde artırmış hem de nakit oranda örnekleme lideri olarak öne çıkmıştır. Bu durum, son yıl itibariyle firmanın daha kaliteli hizmet sunarak yatırımcı nezdinde kısa vadeler de sunulsa daha çok tercih edildiğine işaret etmektedir.

3.2. Mali Yapı Oranları

Örnekleme, sektör geneline göre daha yüksek oranda borç kullanmasıyla ayrılmaktadır. Tablo 8'de sunulan finansal kaldıraç oranları, ilk dönemler itibariyle sektör ortalama değerlerinin 1,5 katı düzeylerinde seyretmektedir. Zaman boyutunda sektör genelinde borçlanma oranlarındaki artış diğer bir önemli bulgudur. Sektör geneli için son yıllar itibariyle özellikle pay piyasalarındaki "rallilerden" yararlanmak üzere borçlanma yoluna başvurulduğu söylenebilir. Örnekleme firmaları bu hususta yine daha agresif bir tutum sergilemiştir. Örnekleme içerisinde sırasıyla Global, İfo ve Gedik finansal kaldıraçları en yüksek firmalardır. İfo için bu durum 2018 sonrasında geçerlidir. Örnekleme içerisinde pazar payı en yüksek olan İş Yatırım'ın zımnen %80'e yakın olmak üzere %75-80 bandında borçlanma oranına dayalı bir politika izlediği söylenebilir. Benzer durum, Oyak için de bir ölçüde geçerlidir. A1 Capital ve Tera, sırasıyla örneklemin en az dış kaynak kullanan firmalarıdır.

Yakından ilişkili olan borçların özkaynaklara oranı için de kaldıraç oranı ile ilgili değerlendirmeler aynen geçerlidir. Tablo 8 gösteriminde borçla artan risk düzeyi gözetilmiştir, dolayısıyla şirket ortaklarının varlıklar üzerindeki payını/hakkını ifade eden özkaynakların artışını renklendirmeye olumlu olarak yansımıştır. Şüphesiz marjinal borç ve özkaynak maliyetlerinin göreceli konumu borcu daha cazip kılabilmektedir.

Tablo 8'in alt panelinde sunulan KVK'nın varlıklar ya da pasifler içerisindeki payı mali yapı kompozisyonunu tamamlar niteliktedir. Örneklemin kısa vadeli borçlandığı, sektörde de aynı durumun uzun vadeli borçlanma yönünde birkaç puan yukarıda olmak üzere geçerliliğini koruduğu, ilk panel ile kıyaslama neticesinde ulaşılan sonuçtur.

Menkul kıymetlerin el değiştirmesine aracılık eden sektör, yapısı gereği ve yüksek işlem hacimleri nedeniyle likit varlıkları barındırmaktadır. Bunun sonucunda duran varlıkların bilanço/finansal durum tablosunda ağırlığının az olması beklenir. Tablo 9'un ilk paneli, bu beklenti ile uyumludur. Örnekleme, genele göre yüzde cinsinden 2-3 puan aşağıda duran varlık oranına sahiptir. A1 Capital firması ilk iki yılı ile Osmanlı'nın son üç yılı örneklemeden ayrılmaktadır.

Aynı durum, İş Yatırım'ın ikinci yılı için söz konusudur. Yazılım teknolojisi, şube ağı yatırımları başta olmak üzere duran varlık yatırımları şirket bağımsız denetim raporlarından izlenebilir.

Borçlanma ve likidite oranları ile bağlantılı olmak üzere ele alınması gereken önemli bir rasyo olan faiz kazanılma sayısı oranları incelendiğinde İş Yatırım'ın özellikle son yılı göze çarpmaktadır. Genel itibarıyla İş Yatırım'ın finansman giderleri öncesi faaliyet kârı (FVÖK, EBIT), son yıl hariç tutulduğunda ortalamada finansman giderlerinin 8 katıdır. Son yıla ait mali tablo bilgilerine göre kısa vadeli finansal borçlar 4,6 milyar TL'den 10,4 milyar TL'ye tırmanırken finansman giderleri 142,5 milyon TL'den 115,3 milyon TL'ye gerilemiştir.

Tablo 8: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları mali yapı oranları- I (2018-2022)

Mali Yapı (Borç Yönetimi) Oranları- I					
<i>A. Finansal Kaldıraç (Borç) Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	61,03	66,70	70,31	66,80	65,34
GEDİK	81,37	84,69	86,56	84,51	87,38
GLBMD	73,57	84,22	85,50	89,35	90,85
INFO	41,48	85,86	86,04	84,67	88,30
ISMEN	82,97	79,26	75,11	78,39	79,70
OSMEN	49,44	68,07	80,51	75,68	79,36
OYYAT	80,17	79,18	78,16	76,08	74,64
TERA	68,21	70,86	73,23	71,59	72,07
<i>Ortalama</i>	<i>67,28</i>	<i>77,36</i>	<i>79,43</i>	<i>78,38</i>	<i>79,71</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>42,07</i>	<i>45,76</i>	<i>55,42</i>	<i>54,17</i>	<i>60,28</i>
<i>B. Borçların Özkaynaklara Oranı</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,57	2,00	2,37	2,01	1,89
GEDİK	4,37	5,53	6,44	5,45	6,93
GLBMD	2,78	5,34	5,89	8,39	9,93
INFO	0,71	6,07	6,16	5,52	7,55
ISMEN	4,87	3,82	3,02	3,63	3,93
OSMEN	0,98	2,13	4,13	3,11	3,85
OYYAT	4,04	3,80	3,58	3,18	2,94
TERA	2,15	2,43	2,73	2,52	2,58
<i>Ortalama</i>	<i>2,68</i>	<i>3,89</i>	<i>4,29</i>	<i>4,23</i>	<i>4,95</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>1,20</i>	<i>1,38</i>	<i>1,94</i>	<i>1,92</i>	<i>2,49</i>
<i>C. Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Varlıklara Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	60,51	65,29	69,71	65,83	62,49
GEDİK	80,64	82,86	85,82	84,19	87,10
GLBMD	72,29	83,27	84,61	88,71	89,60
INFO	40,28	85,10	85,84	84,46	87,98
ISMEN	80,57	77,91	73,84	77,13	78,60
OSMEN	48,36	66,27	78,77	72,69	78,24
OYYAT	79,02	78,47	77,24	73,35	74,07
TERA	67,84	69,65	72,65	71,05	71,78
<i>Ortalama</i>	<i>66,19</i>	<i>76,10</i>	<i>78,56</i>	<i>77,18</i>	<i>78,73</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>39,68</i>	<i>43,39</i>	<i>52,71</i>	<i>50,65</i>	<i>58,14</i>

Tablo 9: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları mali yapı oranları- II (2018-2022)

Mali Yapı (Borç Yönetimi) Oranları- II					
D. Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı (%)					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	8,63	6,45	3,22	4,71	2,59
GEDIK	3,47	5,21	1,73	3,68	3,63
GLBMD	6,17	3,99	1,91	1,49	1,91
INFO	5,23	5,54	1,82	2,12	3,74
ISMEN	2,76	6,66	2,49	1,90	1,26
OSMEN	3,64	3,70	5,36	10,80	6,80
OYYAT	2,71	5,20	5,60	4,27	3,94
TERA	6,27	5,79	3,67	5,05	2,92
<i>Ortalama</i>	4,86	5,32	3,22	4,25	3,35
<i>Genel ortalama</i>	8,34	8,01	5,82	5,90	5,76
E. Faiz Kazanılma Sayısı (TIE) Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	4,01	1,87	7,58	3,41	5,53
GEDIK	1,57	2,63	6,69	2,82	1,55
GLBMD	1,63	0,95	3,65	1,20	2,68
INFO	1,24	2,08	5,25	2,98	3,48
ISMEN	2,68	5,16	12,90	11,28	45,93
OSMEN	0,01	1,74	8,81	1,31	3,63
OYYAT	1,58	2,28	5,95	7,46	6,13
TERA	0,33	0,22	0,81	1,42	0,75
<i>Ortalama</i>	1,63	2,12	6,46	3,98	8,71
<i>Genel ortalama</i>	6,58	7,93	12,96	4,94	5,39

Borçlanmada izlenen artış dönem sonu gerçekleşmiş olabilir. Hacimdeki ve bununla bağlantılı olarak satış gelirlerindeki artış, tutarsal olarak FVÖK'ü artırmış, ancak finansman giderleri aynı doğrultuda değişmemiştir. Örneklem, genel anlamıyla FVÖK ile faiz karşılama gücü bakımından sektörün gerisindedir. İş Yatırım'ın son yıla ait değeri bir önceki yıl ile eşit gerçekleşmiş olsaydı ya da arızı bir durum olarak ihmal edilseydi, örneklem için ortalama 4,34 olarak hesaplanacak ve sektör genelinden daha da geride olarak değerlendirilecekti. Dolayısıyla, sektöre göre daha fazla borçlanan örneklem aracı kurumlar, borçlanma oranlarının maliyetler üzerindeki etkisini değerlendirmelidir. Faiz karşılama kapasitesi bakımından Tera örneklemin en zayıf, İş Yatırım en güçlü şirkettir. Tera'nın örneklem özelinde daha düşük seviyede borçlanması dikkate alındığında, kâr üretmede sıkıntı yaşadığı sonucuna varılabilir.

3.3. Varlık Yönetimi (Etkinlik) Oranları

Bu gruptaki oranlar varlıkların faaliyet sonuçları bakımından etkin kullanımını ölçtükleri için faaliyet oranları olarak da bilinir. Tablo 10'un ilk iki paneli alacak yönetimine ilişkin oranları içermektedir. Bu oranlar bakımından örneklem, alacak yönetiminde sektör genelinden daha etkindir. Örneklem bazında ise İfo'nun oranlarının fazlaca değişkenlik göstermesi detay analiz gerektirmektedir. İfo satış gelirlerinin 2020 ve 2021 yıllarında hem sektörel pay hem de bunun gereği tutarsal olarak artış gösterdiği Şekil 2 ve Tablo 6'dan izlenmektedir. Bu dönemlerde sektöre göre tahsilat süreleri ortalama düzeylerde iken faaliyetin yavaşladığı yıllarda olumsuz seyretmektedir. Dolayısıyla varlıkların etkin kullanımı bakımından 2018, 2019 ve 2022 yılları daha detaylı bir analizle ele alınmalıdır, çünkü aynı verimsizlik aktif ve özkaynak devir hızlarında da söz konusudur. Geneli itibariyle Global, varlık ve özkaynaklarını en etkin kullanan, alacak yönetiminde başarılı performans sergileyen aracı kurum olarak öne çıkmakta, onu İş Yatırım izlemektedir. Gedik, Tablo 6'da görüldüğü gibi son yılda satış gelirlerindeki payını yaklaşık 3 kat artırmakla birlikte alacak yönetiminde de beş yılın en iyi performansını sergilemiştir. Bu başarının sürdürülebilir kılınması aracı kurumu, sektöründe önemli yerlere taşıyacaktır. Tera'nın ise kârlılık yanında alacak performansına yönelik strateji üretmesi gereği, Tablo 10'dan okunabilen bir diğer bulgudur.

Örneklemin aktif ve özkaynak kullanım etkinliği, ikincisinde çok daha açık olmak üzere sektör genelinin üzerindedir. 2019 sonrası aktif devir hızındaki pozitif farkın daraldığı izlenebilmektedir. Global, etkinlik bakımından örneklemin lider kuruluşudur ve bu tüm yıllar için geçerli genel bir durumdur. Tera'nın kâr üretmeye yönelik yukarıda belirtilen güçlükleri her iki devir hızı oranına da yansımıştır. Oranlarda dikkat çeken bir diğer husus, İş Yatırım'ın 2019 yılındaki fevkalade yüksek devir hızıdır. Bununla doğrudan bağlantılı olarak firma, Tablo 6'dan izlenebildiği gibi, aynı yıl satış gelirlerindeki sektör payını neredeyse toplam satış hacminin yarısına, % 43'e çıkarmıştır. Bu durum, arızı bir mahiyettedir ve kârlılığa olumlu yansımamıştır. Dolayısıyla maliyet ve gider kalemleri de detay bir inceleme konusu yapılabilir. Oyak da son yıl itibariyle varlık yönetiminde gerilemeyi dikkate almalıdır. Sektör satış

Tablo 10: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları varlık yönetimi oranları (2018-2022)

Varlık Yönetimi (Etkinlik) Oranları					
A. Alacak Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	14,84	5,21	12,37	12,24	13,29
GEDIK	6,62	12,69	7,96	10,56	20,82
GLBMD	66,24	36,94	34,57	19,77	15,43
INFO	0,98	1,05	18,80	16,17	3,18
ISMEN	21,59	102,27	25,17	20,35	16,70
OSMEN	52,94	58,72	40,27	11,33	5,83
OYYAT	35,81	41,20	28,51	25,70	7,67
TERA	3,48	8,41	6,57	11,41	3,52
<i>Ortalama</i>	25,31	33,31	21,78	15,94	10,81
<i>Genel ortalama</i>	16,02	22,70	15,63	11,91	6,46
B. Ortalama Tahsilat Süresi (gün)					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	25	70	30	30	27
GEDIK	55	29	46	35	18
GLBMD	6	10	11	18	24
INFO	371	349	19	23	115
ISMEN	17	4	15	18	22
OSMEN	7	6	9	32	63
OYYAT	10	9	13	14	48
TERA	105	43	56	32	104
<i>Ortalama</i>	74	65	25	25	52
<i>Genel ortalama</i>	119	162	183	172	237
C. Aktif Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	5,46	1,85	4,90	4,69	4,46
GEDIK	1,70	3,03	2,19	3,05	6,16
GLBMD	25,54	15,38	14,80	8,04	6,45
INFO	0,28	0,29	5,10	4,70	0,94
ISMEN	3,21	18,84	7,07	6,19	4,48
OSMEN	4,81	5,30	6,08	1,79	1,35
OYYAT	9,58	9,76	7,64	7,84	2,37
TERA	0,73	1,59	1,47	2,65	0,96
<i>Ortalama</i>	6,41	7,00	6,16	4,87	3,40
<i>Genel ortalama</i>	3,56	6,31	5,38	3,25	2,07
D. Özkaynak Devir Hızı Oranı					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	14,48	5,21	15,94	14,66	13,02
GEDIK	10,87	18,34	15,63	20,83	45,87
GLBMD	85,68	78,08	98,42	65,71	66,96
INFO	0,51	1,31	36,43	31,75	7,51
ISMEN	21,90	99,48	30,63	27,09	21,68
OSMEN	9,86	13,96	27,46	8,02	6,28
OYYAT	46,85	47,82	35,64	33,69	9,51
TERA	2,40	5,27	5,30	9,55	3,43
<i>Ortalama</i>	24,07	33,68	33,18	26,41	21,78
<i>Genel ortalama</i>	8,41	16,45	15,41	11,82	8,40

gelirlerindeki payı azalırken varlık payındaki artış, devir hızlarındaki gerilemeyi teyit eder mahiyettedir. İno, ilk iki yıldaki etkinsizliğini takip eden iki yılda gidermiş, ancak son yıl itibariyle gerileme yaşamıştır. Dolayısıyla, faaliyetlerinde etkinliğin sürdürülebilirliği noktasında daha dikkatli hareket etmesi firmaya olumlu katkılar sağlayacaktır.

3.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları da iki tablo halinde, Tablo 11 ve Tablo 12’de belirtilmiştir. Tüm yıllar itibariyle örnekleme öne çıkan bir aracı kurum bulunmamakta, kâr performansları ölçütler bazında değişkenlik arz etmektedir. Tablolarda belirtilen genel ortalama kârlılık oranları ile ilgili önemli bir husus, bazı sektör firmalarında gözlenen %100’ün üzerindeki zarar oranlarının ihmal edilmesidir¹². Bu uygulama, sektör genelini olduğundan daha iyi göstermiş olsa da örnekleme firmaların daha verimli firmalarla kıyaslanmasına imkân tanımıştır.

Brüt kârlılık bakımından örnekleme, ilk iki yıl hariç tutulduğunda, sektör genelinin önemli ölçüde altında performans göstermiştir. Osmanlı’nın bunun tersine son üç yıl içerisinde örnekleme öne çıkması kayda değer bir bulgudur. Firmanın brüt kârlılıktaki olumlu performansının diğer kârlılık ölçütlerine de yansıdığı görülebilmektedir. Global, brüt kâr marjı itibariyle örneklemin en kârsız üyesidir ve bu durum süreklilik arz etmektedir. Brüt kârlılıktaki olumsuz tablo, beklenileceği gibi diğer ölçütlere de büyük ölçüde sirayet etmiştir. Osmanlı’nın aksine İno, ilk iki yılda son derece olumlu sonuç hesapları ile ön plandadır. Firmanın bağımsız denetim raporları, satış hasılatının genel yönetim vb. giderlere göre düşük seviyede gerçekleştiği bilgisini vermektedir. Sektörden çok düşük paylar (%0,02) almış olması itibariyle Tablo 6 da bu durumu doğrulamaktadır. Brüt kârlılıktaki uç değerler, seçme müşterilerle ve brüt kârlılık çok öne çıkarılarak işlem yapıldığına işaret etmektedir. Bu yüzden bu oranları arazi olarak değerlendirmek daha uygundur. Al Capital, brüt kâr marjı ve faaliyet kâr marjı kıyaslandığında faaliyet giderlerinin nispeten düşük gerçekleşmesi ile dikkat çekmektedir. Bu bulgu, son üç yıl için geçerlidir. Firma örnekleme göre, ilk yıl hariç, ortalama brüt kâr oranlarına sahiptir. İş Yatırım, Global’den sonra istikrarlı olarak örnekleme altı kâr marjları ile izlenmektedir. Bu durum, yüksek pazar payını koruyarak sürümden kazanma ve sürdürülebilir liderlik stratejisine bağlanabilir.

12 Dolayısıyla kârlılık bakımından son derece verimsiz olan aracı kurumların oranları ortalamalara yansımamıştır. Bir önceki dipnotta belirtilen kırpm bu grupta da uygulanmıştır.

Tablo 11: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları kârlılık oranları- I (2018-2022)

Kârlılık Oranları- I					
<i>A. Brüt Kâr Marjî (Oranî, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	3,38	6,77	4,54	4,25	6,60
GEDİK	5,95	2,97	4,68	3,04	0,94
GLBMD	0,59	0,63	0,87	1,70	1,75
INFO	50,39	42,50	2,21	2,68	14,01
ISMEN	1,61	0,42	1,71	1,68	3,38
OSMEN	5,37	4,25	4,12	9,94	14,85
OYYAT	1,14	1,14	1,58	1,84	6,69
TERA	10,28	3,41	3,59	3,34	7,75
<i>Ortalama</i>	<i>9,84</i>	<i>7,76</i>	<i>2,91</i>	<i>3,56</i>	<i>6,99</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>8,80</i>	<i>6,35</i>	<i>7,16</i>	<i>10,33</i>	<i>12,68</i>
<i>B. Faaliyet Kâr Marjî (Oranî, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,25	2,10	3,25	3,15	5,74
GEDİK	1,82	1,49	2,84	1,90	0,48
GLBMD	0,10	0,07	0,28	0,42	0,83
INFO	5,79	9,12	1,08	1,45	8,95
ISMEN	0,80	0,24	1,16	1,12	2,35
OSMEN	0,01	0,73	1,43	2,44	7,15
OYYAT	0,51	0,73	0,99	1,37	4,93
TERA	5,94	1,72	3,48	2,42	2,74
<i>Ortalama</i>	<i>2,03</i>	<i>2,02</i>	<i>1,81</i>	<i>1,78</i>	<i>4,15</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>-0,25</i>	<i>0,11</i>	<i>5,29</i>	<i>7,25</i>	<i>1,59</i>
<i>C. Net Kâr Marjî (Oranî, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	1,12	0,85	2,25	1,69	3,77
GEDİK	1,25	1,24	2,11	1,27	0,45
GLBMD	0,05	0,02	0,17	0,03	0,45
INFO	5,20	5,29	0,71	0,83	6,28
ISMEN	0,52	0,17	0,89	0,87	2,02
OSMEN	0,02	1,05	1,42	3,29	6,89
OYYAT	0,25	0,43	0,73	1,00	4,35
TERA	2,89	0,46	1,47	2,27	4,85
<i>Ortalama</i>	<i>1,41</i>	<i>1,19</i>	<i>1,22</i>	<i>1,41</i>	<i>3,63</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>7,37</i>	<i>2,61</i>	<i>3,81</i>	<i>6,68</i>	<i>5,17</i>

Faaliyet kârlılığı yönüyle örneklem brüt kârlılığa benzer bir trend izlemekle beraber, son yıl itibariyle sektör genelinin oldukça üzerine çıkması faaliyet etkinliği, giderlerin kontrolündeki başarı ile açıklanabilir. Bu sonuçta sürükleyici üç firma öncelik sırasıyla İfo, Osmanlı ve AI Capital'dir. İfo, bunu sektörden daha fazla satış geliri payı alarak ve maliyet avantajı sağlayarak gerçekleştirmiştir.

Nihai sonuç hesabını yansıtan net kârı satışlara oranla dikkate aldığımızda örneklem aynı şekilde sektörün gerisindedir. Osmanlı son iki yılı, İfo ilk iki yılı ve son yılı ile AI Capital ve Gedik ortanca yıl olan 2020'de net kârlılıkta öne çıkan örneklem aracı kurumlarıdır. İş Yatırım'ın 2019'da pazar payına yönelik yukarıda değinilen agresif politikası incelenen dönem itibariyle en kötü net kâr oranı ile sonuçlanmıştır. Tera ve AI Capital firmalarının net kârlılıkta en istikrarlı firmalar olduğu görülmektedir.

Satış temelli kâr ölçütlerinin aksine, Tablo 12'de sunulan kârlılık oranları bakımından örneklemin sektörün oldukça üzerinde olumlu performans gösterdiği izlenmektedir. Burada faaliyet etkinlik oranlarının olumlu etkisi hatırlanmalıdır. 2019 yılı hariç tutulduğunda aktif kârlılığında AI Capital örneklem lideridir. Bu durum, ana hatları itibariyle özkaynak kârlılığı ve ekonomik rantabilite oranlarına yansımıştır. Global için yukarıda değinilen Tablo 11'deki olumsuz kâr performansı varlık/kaynak temelli kârlılık oranlarında da geçerlidir. İş Yatırım'ın özkaynak ve aktif kârlılık oranları, genel itibariyle finansal kaldıracı verimli kullanmasına bağlanabilir. Özkaynak kârlılığı bakımından kayda değer önemli bir husus da sektörün neredeyse 3,5 katına ulaşan bir performansın örneklem tarafından son yılda sergilenmiş olmasıdır. Dolayısıyla, tüm sekiz firmanın (Tera ve Gedik kısmen hariç) özkaynak çarpanını lehlerine etkin kullandığını söylemek mümkündür. Bu performans, şirket hissedarları açısından oldukça iyidir ve iyi bir getiriye işaret etmektedir. Üç firmanın dönemin başından sonra halka arz edilmiş olması nedeniyle bütünsellik açısından piyasa oranlarına bu kısımda yer verilmemiştir. Ancak, özkaynak kârlılığının hissedar yatırımcı nezdinde memnuniyet düzeyi piyasa oranları ile de araştırılabilir.

Tablo 12: Aracı kurumlar sektörü örneklem firmaları kârlılık oranları- II (2018-2022)

Kârlılık Oranları- II					
<i>D. Aktif Kârlılığı Oranı (ROA, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	12,25	3,14	22,03	15,85	33,63
GEDİK	4,26	7,48	9,22	7,74	5,53
GLBMD	2,51	0,75	4,89	0,54	5,77
INFO	2,89	3,02	7,27	7,82	11,77
ISMEN	3,34	6,43	12,62	10,73	18,11
OSMEN	0,22	11,12	17,27	11,75	18,64
OYYAT	4,75	8,32	11,14	15,65	20,59
TERA	4,21	1,46	4,32	12,00	9,32
<i>Ortalama</i>	<i>4,31</i>	<i>5,22</i>	<i>11,09</i>	<i>10,26</i>	<i>15,42</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>5,62</i>	<i>3,69</i>	<i>6,59</i>	<i>5,38</i>	<i>5,00</i>
<i>E. Özkaynak Kârlılığı Oranı (ROE, %)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	32,46	8,84	71,61	49,54	98,13
GEDİK	27,16	45,30	65,81	52,87	41,21
GLBMD	8,43	3,81	32,55	4,44	59,92
INFO	5,32	13,84	51,90	52,82	94,35
ISMEN	22,74	33,97	54,64	46,93	87,61
OSMEN	0,46	29,32	77,93	52,76	86,52
OYYAT	23,24	40,76	51,96	67,24	82,71
TERA	13,84	4,82	15,55	43,25	33,25
<i>Ortalama</i>	<i>16,71</i>	<i>22,58</i>	<i>52,74</i>	<i>46,23</i>	<i>72,96</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>11,30</i>	<i>9,02</i>	<i>21,76</i>	<i>20,13</i>	<i>21,36</i>
<i>F. Ekonomik Rantabilite Oranı (%)</i>					
Firma	2018	2019	2020	2021	2022
AICAP	13,70	7,76	31,92	29,58	51,26
GEDİK	6,21	9,04	12,44	11,58	5,95
GLBMD	4,98	2,23	8,25	6,79	10,70
INFO	3,22	5,20	10,98	13,62	16,77
ISMEN	5,12	9,18	16,38	13,87	21,03
OSMEN	0,12	7,69	17,35	8,70	19,34
OYYAT	9,83	14,20	15,06	21,51	23,35
TERA	8,67	5,48	10,25	12,80	5,26
<i>Ortalama</i>	<i>6,48</i>	<i>7,60</i>	<i>15,33</i>	<i>14,81</i>	<i>19,21</i>
<i>Genel ortalama</i>	<i>1,84</i>	<i>0,29</i>	<i>4,23</i>	<i>3,89</i>	<i>2,32</i>

Ekonomik rantabilite oranını, kaynakların maliyeti hesaba katılmaksızın, yani FVÖK dikkate alınarak sağlanan kaynak getiri oranı olarak değerlendirmek ve sermaye maliyetleri ile ilişkilendirmek firmalar için uygun bir yaklaşım olacaktır. Bu bağlamda, öncelikle %10'un altında kalan oranlar sorgulanmalı ve faaliyetlere yön verilmelidir. Kaynakların rantabl kullanım göstergesi olan bu oran için de Tablo 12'de yer alan diğer iki oran için yukarıda ifade edilen değerlendirmeler geçerlidir.

4. Sonuç ve Öneriler

Aracı kurumlara yönelik bu bölümde birkaç kez tekrarladığımız gibi, sektörde faaliyet gösteren firmaların finansal tablolardan okuduğumuz göstergeleri zaman boyutunda önemli ölçüde değişkenlikler sergileyebilmektedir. Hiç şüphesiz bu saptama gerek mali yapı gerekse likidite oranlarında görüldüğü gibi sektörün bir sanayi kuruluşu gibi sabit yatırıma dayanmaması, aksine sıklıkla el değiştiren finansal enstrümanların el değiştirmesine aracılık etmesi, kısaca iştigal konusu ile yakından ilgilidir. Sektör, en hareketlisi hızlı tüketim maddelerine yönelik olanı olmak üzere ticari faaliyetlere dayalı sektörlerle benzemekle birlikte bunlardan da oldukça farklıdır. Zira, el değiştiren, portföyde hazır tutulan varlık finansal kıymettir ve başta pay senetleri olmak üzere oynak piyasalarda işlem görmektedir. Piyasanın bu doğal yapısına ilave olarak bir bankaya benzerliği itibariyle finansal kuruluşlar şemsiyesi altında yer alan ve yüksek sermayeye dayanmayan sektör, incelediğimiz örneklem itibariyle yoğun kaldıraçla ilerlemektedir.

Sektöre yukarıdaki çerçeveden baktığımızda ele alınan tüm oranlar önemli olmakla beraber mali yapı ve etkinliğe yönelik oranlar ön plana çıkmaktadır. Nitekim, cari oranla ilgili analiz yorumları, etkinlik oranları ile ele alındığında daha anlamlı hale gelmektedir. Bu bağlamda AI Capital firmasında somut olarak gördüğümüz gibi kendi örnekleminde olumlu seyreden cari oran temelli likidite, daha hassas bir oran olan nakit oranında alacak yönetimindeki verimsizlik nedeniyle tersine dönebilmektedir. Örneklem firmaları varlık ve özkaynak devir hızları itibariyle sektörden iyi konumdadır, ancak alacak devir hızı bağlamında iyileştirmelere ihtiyaç duymaktadır.

Yüksek kaldıraç olumsuz yönü, örneklem içerisinde Global firmasında somut olarak görülmüştür. Du Pont eşitliği bağlamında ele aldığımızda, genel anlamda firmanın etkinlik oranları ve kaldıraç oranları yüksek olmakla birlikte özkaynak kârlılığı örneklemine göre düşük izlenmiştir. Nedeni, net kârlılık oranlarının oldukça düşük seviyelerde gerçekleşmesidir. Diğer taraftan faiz kazanma gücü bakımından aynı firma bir yılı hariç olmak üzere ortalamanın biraz altında performans göstermiştir. Borçlanma giderleri, net kârlılığı aşağı çekmekte, dolayısıyla şirket hissedarları için getiriye ifade eden özkaynak kârlılığı benzer firmalara göre düşük kalmaktadır. Sermaye maliyetlerinin gözetilerek borç yönetiminde etkinliğin sağlanması gereği, bu örnekten çıkan sonuçtur.

Her ne kadar fazlaca olumsuz sonuç hesapları çıkarılarak hesaplandıysa da sektörün genel net kârlılığı, örneklem firmalarının üzerindedir. Örneklem de halka açık, bilinirliği yüksek aracı kurumlardan oluşmaktadır ve daha iyi performans gösteren rakiplerin kârlılık düzeyini gözetmelidir. İş Yatırım ve bir ölçüde Gedik ile Oyak pazar payı avantajıyla sürümden kazanma politikası izlemeyi tercih edebilir. Ancak, nihai sonucu ifade eden net kârlılık hedefleri, sektör geneli gözetilerek finansal yönetim politikaları ile ilişkilendirilmelidir. Bu bağlamda, örneklem içerisinde son üç yıl itibariyle brüt kârlılık performansı bakımından öne çıkan Osmanlı, sektördeki daha küçük firmalar açısından nirengi noktasıdır. Firmanın bu yöndeki başarısının diğer kâr ölçütlerine de yansıtıldığı tespit edilmiştir. Sürdürülebilir büyüme için gerekli işsel kaynakların

oluşumu açısından brüt kârdan başlayarak sonuç hesapları da etkin gider yönetimi ile birlikte dikkate alınmalıdır.

Son olarak, büyüyen piyasalarla birlikte pazar payını büyütmenin etkin bir planlama ve uygulamadan geçtiği unutulmamalıdır. Bu noktada, İş Yatırım'ın 2019 yılı performansının ayrıca detaylı bir çalışmaya değer olduğu düşünülmektedir. Rasyolar üzerinden yapılan analiz finansal yönetime ilişkin ipuçları sağlamakla beraber, bu sektör özelinde hem mali tablolar hem de piyasaya ve topluma yansımaları bakımından piyasa riskinin etkin yönetimi vazgeçilemez niteliktedir. Her ne kadar diğer finansal kuruluşlara benzer şekilde aracı kurumlar için de sermaye yeterliliği kıstasları ve gerçekleştirmeler Birlik ve SPK kanalıyla tayin ediliyor ve izleniyorsa da istikrarlı finansal yönetim ve sürdürülebilirlik açısından piyasa risklerinin finansal tablolara etkileri gözetilmelidir.

KAYNAKLAR

- About FINRA | FINRA.org. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://www.finra.org/about>
- Allied Market Research. (Ekim, 2022). Stockbroking Market Size, Share and Growth | 2031. Erişim adresi: <https://www.alliedmarketresearch.com/stockbroking-market-A15359>.
- Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ (Seri: V, No: 77) (2004, 30 Ocak). *Resmî Gazete* (Sayı: 25362). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2004/01/20040130.htm#3>
- Biz Kimiz | Merkezi Kayıt İstanbul. (2023, 14 Eylül). Erişim adresi: <https://www.mkk.com.tr/hakkimizda/biz-kimiz>
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2019). *Fundamentals of Financial Management (15th ed.)*. Cengage.
- European Communities. (2008). NACE Rev. 2 – Statistical classification of economic activities in the European Community. Erişim adresi: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF/dd5443f5-b886-40e4-920d-9df03590ff91?t=1414781457000>
- Fabozzi, F.J., Modigliani, F., & Jones, F.J. (2009). *Foundations of Financial Markets and Institutions (4th ed.)*. Prentice Hall.
- Financial Industry Regulatory Authority. (2023). 2023 FINRA Industry Snapshot. Erişim adresi: <https://www.finra.org/sites/default/files/2023-04/2023-industry-snapshot.pdf>
- Greenbaum, S.I., Thakor, A.V., & Boot, A.W.A. (2015). *Contemporary Financial Intermediation (3rd ed.)*. Academic Press. doi: 10.1016/B978-0-12-405196-6.00002-1
- Kadioğlu, E., & Günalp, B. (2019). Profitability of brokerage houses in Turkey. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 1583-1601. doi: 10.1080/1331677X.2019.1638282
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., & Jordan, B.D. (2022). *Corporate Finance (13th ed.)*. New York: McGraw Hill.
- SEC.gov | Trading and Markets. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://www.sec.gov/divisions/trading-markets#:~:text=The%20Division%20regulates%20the%20major,%20and%20transfer%20agents>
- Sermaye Piyasası Kanunu (2012, 30 Aralık). *Resmî Gazete* (Sayı: 28513). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>
- Sermaye Piyasası Kurulu (2022). Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme. Erişim adresi: [https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/13-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1nda%20Kaydile%C5%9Firme%20-AFD%203%20\(002\).pdf](https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/13-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1nda%20Kaydile%C5%9Firme%20-AFD%203%20(002).pdf)
- Stowell, D.P. (2010). *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, The New Paradigm*. Academic Press. doi: 10.1016/C2009-0-19176-6
- The World Bank Group. (2023). World Development Indicators | DataBank. Erişim adresi: <https://databank.worldbank.org/>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023a). Türkiye Sermaye Piyasası 2022 (Yayın No. 94). Erişim adresi: <https://tspb.org.tr/yayinlar/turkiye-sermaye-piyasasi-2022/>
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023b). Türkiye Sermaye Piyasaları Eylül 2023 Erişim adresi: https://tspb.org.tr/wp-content/uploads/2023/09/Turkish_Capital_Markets-202309-TR.pdf
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği · Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği. (2023, 12 Eylül). Erişim adresi: <https://tspb.org.tr/tspb/>
- Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1) (2013, 11 Temmuz). *Resmî Gazete* (Sayı: 28704). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130711-23.htm>

Perakende Ticaret Sektörü Finansal Analizi

Ayşegül Cığer¹

Bülent Kınay²

Özet

Bu bölümde Borsa İstanbul'da perakende ticaret sektöründe işlem gören 14 şirketin son 5 yıla ait yıllık finansal tabloları oran analizi tekniği kullanılarak analiz edilmiş ve yorumlanmıştır. Perakende ticaret sektöründeki şirketler faaliyetler alanlarına göre zincir marketler, akaryakıt ticaret sektörü, bilgi ve iletişim teknolojileri ve giyim mağazacılık sektörü olmak üzere sınıflandırılmıştır. Şirketlerin oranları, buldukları sektörlerin ortalamalarına göre değerlendirilmiştir. Analizde zincir marketler sektöründe yer alan MIPAZ ve GMTAS'ın faaliyet alanlarının diğer zincir marketlerden farklı olduğu tespit edilmiştir. Nitekim oranları da diğer şirketlere göre belirgin şekilde farklılık göstermektedir. Analizin sonucunda zincir marketlerde yer alan CRFSA'nın finansal yapısı en kötü olan şirket olduğu söylenebilirken BIMAS'ın da en iyi olduğu söylenebilir. Ayrıca, COVID 19 döneminin olumsuz etkilerinin görüldüğü sektörün de giyim mağazacılık sektörü olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak sektörde yer alan şirketlerin 2021 yılından itibaren finansal oranlarını olumlu yönde arttığı gözlemlenmiştir.

1. Giriş

Perakende sektörü dünyanın en önemli sektörlerinden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Perakende sektöründeki satış rakamları önemli bir ekonomik barometre işlevini yerine getirmektedir ve enflasyonist baskıların olup olmadığını ortaya çıkarmaktadır. Perakende satışlar, ekonominin nabzının ve genişleme veya daralmaya doğru öngörülen yolun iyi bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Kenton, 2023).

Perakende sektörü, 2021 yılını yüksek bir performansla kapatırken, 2022 yılında, yüksek deniz taşımacılığı oranları ve Ukrayna'daki savaş ve Rusya'ya uygulanan ekonomik yaptırımlardan dolayı birtakım zorluklarla karşılaşmıştır. Ayrıca gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının enflasyonla mücadele edebilmek için temel faiz oranlarını artırması, kredi maliyetini artırdığı için hane halkı tüketimini olumsuz etkilemektedir (Coface, 2023).

Bu olumsuzluklara rağmen, küresel perakende pazarında 2022 yılında 27 trilyon ABD dolarının üzerinde satışın gerçekleştirildiği ve 2024 yılına kadar bu rakamın 30 trilyon ABD dolarının üzerine çıkması beklenmektedir (Statista, 2023). Ancak, sektördeki büyümeyi analiz ederken, son yıllarda yüksek oranda gerçekleşen enflasyon oranının dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir (Coface, 2023).

1 Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, aysegulc@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9128-4974>

2 Dr., Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu, bulentkinay@akdeniz.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-9550-3193>

Perakende ticaret sektörü NACE Rev. 2 sistemine göre, G47³ bölümünde detaylı olarak sınıflandırılmakla birlikte; gıda, içecek ve tütün ağırlıklı perakende ticaret, meyve ve sebze perakende ticareti, otomotiv yakıtının perakende ticareti, bilgi ve iletişim teknolojisi teçhizatının perakende ticareti, diğer ev eşyalarının perakende ticareti, giyim, eczacılık, medikal, kozmetik, çiçek, saat ve mücevherlerin perakende ticareti gibi faaliyetleri kapsamaktadır.

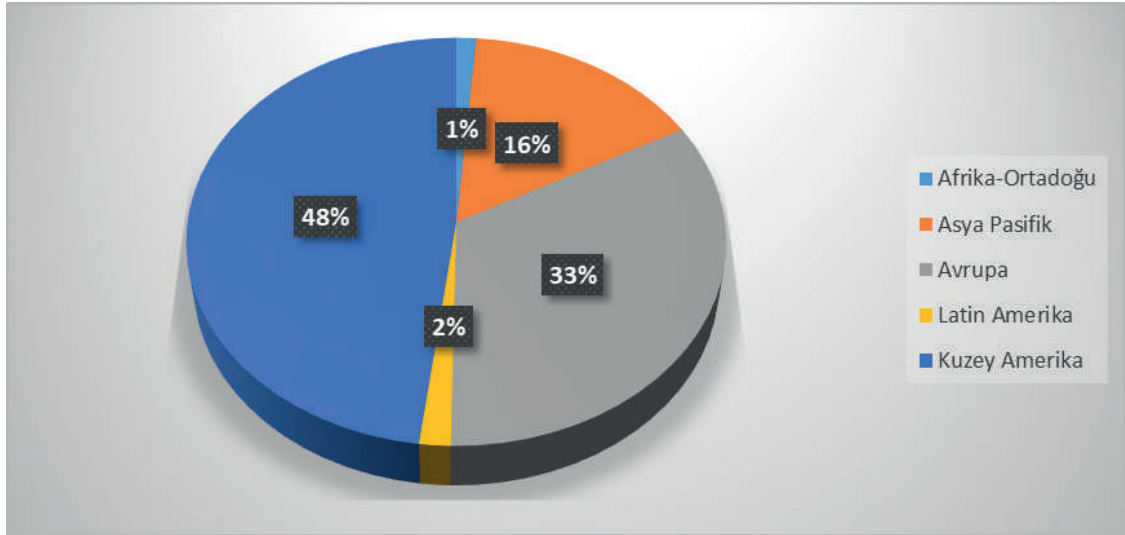
Perakende sektörü küresel gelişmelere bağlı olarak Türkiye’de de gelişen bir eğilim içindedir. Borsa İstanbul (BİST)’da perakende sektöründe işlem gören şirket sayısında yıllar itibari ile artış görülmektedir.

Bu çalışmada BİST’te işlem gören Toptan ve Perakende Ticaret sektörünün altında yer alan perakende sektöründeki 14 adet şirketin 5 yıla (2018-2022) ait yıllık finansal tabloları, mali analizi oran analizi tekniği kullanılarak analiz edilmiş ve sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmıştır.

2. Türkiye’de ve Dünyada Perakende Ticaret Sektörü

Deloitte (2022b) hazırladığı “Perakendenin Küresel Güçleri” raporuna göre, en büyük 250 küresel perakende şirketi, 2020 finansal döneminde⁴ 5,11 trilyon dolar ciro elde ederken, en büyük 10 perakende şirketinin ilk 250 içindeki payı %34,6’ya ulaşmıştır. Deloitte (2022a) hazırladığı raporda, toplam 250 küresel şirket için net kar marjının 2020 yılı için %3,1, 2021 yılı için ise %3,3 olarak belirtmiştir. Ayrıca raporda aktif karlılık oranının 2020 yılı için %4,3, 2021 yılı için ise %4,4 olarak açıklamıştır.

İlk 250 şirketin gelirlerinin bölgesel dağılımı Şekil 1’de görüldüğü gibidir.



Şekil 1: İlk 250 Perakende Şirketinin Gelirlerinin Bölge Dağılımı

Kaynak: Deloitte, *Global Powers of Retailing 2023* (Deloitte, 2023: 53) Yazar tarafından görselleştirilmiştir.

3 Avrupa Komisyonu NACE kodları listesinde “G47 - Retail trade, except of motor vehicles and motorcycles” grubu olarak tanımlanmaktadır. G47 bölümünün altında alt sektörler yer almaktadır (https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/index/nace_all.html).

4 01 Temmuz 2020 ile 30 Haziran 2021 arasındaki 12 aylık süreyi kapsamaktadır.

Şekil 1’den görüldüğü gibi ilk 250 perakende şirketi, %48 oranla Kuzey Amerika; %33 oran ile Avrupa; %16 oran ile Asya Pasifik %2 oran ile Latin Amerika ve %1 oran ile Afrika ve Orta Doğu; bölgesinden pay almaktadır. Bir önceki yıla bölgelerin gelirlerindeki artış, Kuzey Amerika %9, Avrupa %7, Asya Pasifik %10, Latin Amerika %15 ve Afrika ve Ortadoğu %9 oranında gerçekleşmiştir (Deloitte, 2023: 53).

En büyük 250 arasında Türkiye’den iki şirket yer almıştır. Listede 15 sıra yükselerek 137. sırada yer alan BİM Birleşik Mağazacılık A.Ş. cirosunu % 4,7 artırarak 7 milyar 891 milyon dolara yükseltmiştir. Diğer Türk şirketi A101 ise 4 milyar 536 milyon dolarlık ciro elde ederek 13 sıra yükselerek 231’inci sırada yer almıştır. Ayrıca her iki şirket de 2015-2020 finansal yıllarında en yüksek bileşik büyüme oranına sahip şirketler listesinde ilk 50 içerisinde yer almıştır.

Global bazda perakende ticaret sektörüne baktığımızda, Tablo 1’de görüldüğü ABD’nin perakende pazarında öncü olduğu söylenebilir. ABD’yi Almanya ve Çin takip etmektedir. Perakende gelirlerine göre dünya çapında lider olan şirketler Tablo 1’ de verilmiştir.

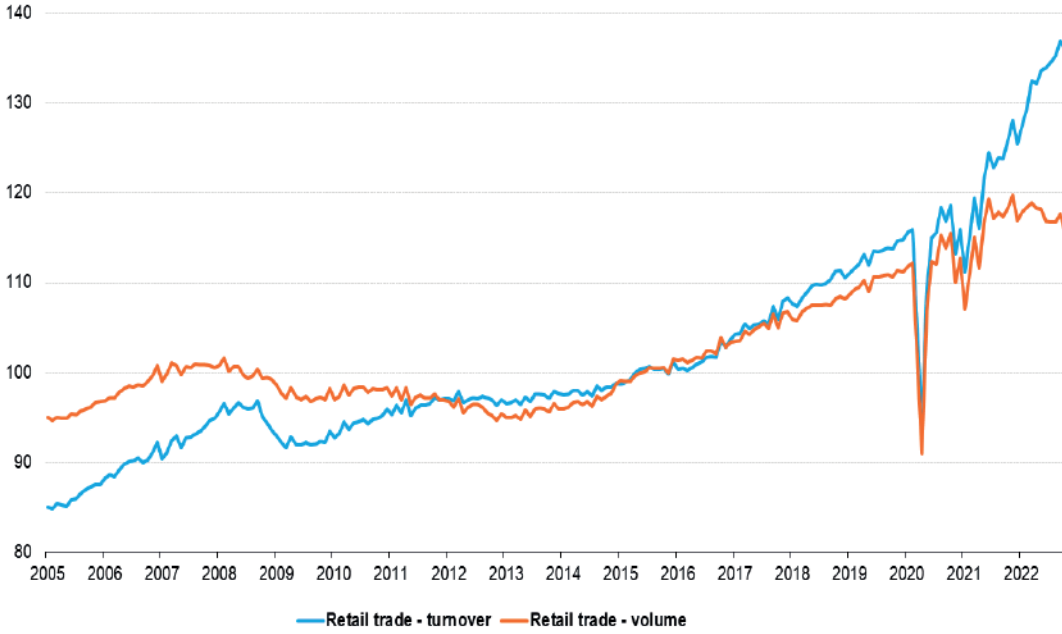
Tablo 1: 2020 Yılı Perakende Sektöründeki İlk 10 Şirket

Sıralama	Şirket Adı	Ülke	Ciro (US\$M)	Ciro büyüme oranı	Net kar marjı	Aktif karlılık oranı (ROA)
1	Walmart Inc	ABD	559.151	6,7	2,5	5,4
2	Amazon.com, Inc.	ABD	213.573	34,8	5,5	6,6
3	Costco Wholesale Corporation	ABD	166.761	9,2	2,4	7,3
4	Schwarz Group	Almanya	144.254	10	n/a	n/a
5	The Home Depot, Inc.	ABD	132.110	19,9	9,7	18,2
6	The Kroger Co.	ABD	131.620	8,3	2	5,3
7	Walgreens Boots Alliance, Inc.	ABD	117.705	1,5	0,3	0,5
8	Aldi Einkauf GmbH & Co. oHG and Aldi International Services GmbH & Co. oHG	Almanya	117.047	8,1	n/a	n/a
9	JD.com, Inc	Çin	94.423	27,6	6,6	11,7
10	Target Corporation	ABD	92.400	19,8	4,7	8,5

Kaynak: Deloitte, (2022a)

Avrupa pazarında da perakende sektörü sürekli gelişme ve büyüme eğilimi içindedir. Sektörün yıllar itibariyle ticaret hacimleri ve endeksleri Şekil 2’ de görülmektedir.

EU, Retail trade volume and turnover, monthly data, seasonally and calendar adjusted (2015=100)



Source: Eurostat (online data code: sts_trtu_m)

eurostat

Şekil 2: Avrupa Bölgesi Perakende Ticaret Sektörünün 2005-2022 Yılları Arasındaki Hacim Ve Ciro Endeksleri

Kaynak: (Eurostat, 2023)

Şekil 2’de Perakende ticaret hacmi endeksi ve deflate edilmiş ciro endeksini göstermektedir. Şekil 2, Avrupa Birliği (AB), Euro bölgesi düzeyinde ve bireysel AB Üye Devletleri ile aday ve EFTA ülkelerinin verilerini kapsamaktadır. Hacim endeksi ve ciro ölçüm endeksine göre COVID-19 döneminin etkilerinin dışında özellikle 2013 yılından sonra perakende sektörünün artış eğiliminde olduğunu görülmektedir. Ayrıca Mayıs/Haziran 2021’de artan tüketici fiyatları sonucunda ciro endeksinin hacim endeksinden çok daha artmaya başlaması da dünya da yaşanan enflasyonist etkinin sektöre etkisini yansıtmaktadır (Eurostat, 2023).

Türkiye’de toptan ve perakende ticaret sektörü yıllık gayrisafi yurt içi hasılabın 2021’de %13’ünü oluşturmakta ve 2022’de %13,50 oranına ulaşarak büyüme kaydettiği görülmektedir (TÜİK, 2023).

2019 yılındaki gelirlerine göre Türkiye’nin en büyük 5 perakende şirketi aşağıdaki gibidir (Capital, 2019):

1. BİM Birleşik Mağazalar
2. A101 Yeni Mağazacılık
3. Migros
4. LC Waikiki Mağazacılık
5. Şok Marketler

Bu şirketlerden BİM, Migros ve Şok BİST’te işlem görmektedir.

Sonuç olarak hem global hem de Türkiye’de perakende sektörünün geliştiğini ve önemli bir sektör olduğunu söyleyebiliriz.

3. Perakende Ticaret Sektörü Mali Analizi

Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) verilerine göre 25 adet toptan ve perakende ticaret sektörü altında şirket bulunmaktadır. Bu sektörün altındaki 14 şirket perakende ticaret alt sektöründe yer almaktadır.

Şirketlerin verileri KAP platformunda yayımlanan şirketlerin finansal tablolarından elde edilmiştir. Sektör ortalamaları ise ilk defa bu yıl yayımlanan bağımsız denetime tabi şirketlerin finansal rakamları ve oranları, KGK internet sayfasından elde edilmiştir (KGK, 2023). Sektör ortalamaları alınırken sağlıklı bir karşılaştırma olması açısından sadece TFRS kapsamında hazırlanan finansal tablolar esas alınmıştır.

Tablo 2’de BİST perakende ticaret sektöründe yer alan şirketler sektör ortalamaları ile karşılaştırma yapabilmek için NACE kodlamasına göre sınıflandırılmıştır. Buna ek olarak şirketler hakkında genel bilgi tabloda verilmiştir.

Tablo 2: Belirli Bir Mala Tabasis Edilmemiş Mağazalardaki Perakende Ticaret Kapsamındaki Şirketler

Şirket Adı	BİST Kodu	Kuruluş	Şube/ mağaza sayısı	Yurt dışı mağaza sayısı	Halka Açıklık Oranı (%)	Yabancı ortaklık payı
1 BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	BIMAS	1995	10.563	962	71,08	-
BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	BIZIM	2001	180	-	44,81	-
CARREFOURSA CARREFOUR						
3 SABANCI TİC. MERK. A.Ş.	CRFSA	1991	683	-	10,72	32,16
ERSAN ALIŞVERİŞ HİZMETLERİ VE						
4 GIDA SAN. TİC. A.Ş.	KIMMIR	1997	140	-	27,08	-
GİMAT MAĞAZACILIK SANAYİ VE						
5 TİCARET A.Ş.	GMTAS	2015	1	-	97	-
MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER						
6 PAZ. SAN. VE TİC. A.Ş.	MIPAZ	1980	-	-	17,71	-
MİGROS TİCARET A.Ş.	MGROS	2008	2.991	-	51	-
8 ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.	SOKM	1995	10281	0	35,38	35,32

Kaynak: Şirketlerin 2022 yılına ait finansal ve faaliyet raporlarından yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2’deki şirketler incelendiğinde BIMAS şirketi, en fazla şube sayısına sahip olduğu gibi yurt dışında mağazaları olan tek şirkettir. CRFSA ve SOKM ise yabancı ortaklığı olan şirketlerdir. Bununla beraber BIMAS’tan sonra mağaza sayısı en fazla olan şirketler sırasıyla SOKM, MIGROS, CRFSA ve BIZIM’dir. MIPAZ ve GMTAS diğer şirketlerden farklı olduğu görülmektedir. MIPAZ’ın son yıllarda ağırlıklı olarak faaliyet alanı gayrimenkul pazarlama ve ikinci el motosiklet satışlarıdır. GMTAS şirketinin esas faaliyeti gıda ve ihtiyaç maddeleri toptancılığı olup perakende sektöründe yeni olan bir şirkettir.

Tablo 3: Belirli Bir Mala Tahsis Edilmiş Mağazalarda Otomotiv Yakıtının Perakende Ticareti Kapsamındaki Şirketler

Şirket Adı	BIST Kodu	Kuruluş	Şube/ mağaza sayısı	Yurt dışı mağaza sayısı	Halka Açıklık Oranı (%)	Yabancı ortaklık payı
CASA EMTİA PETROL KİMYEVİ VE TÜR. SAN. TİC. A.Ş.	CASA	1976	-	-	78	6,42
MEPET METRO PETROL VE TES. SAN. TİC. A.Ş.	MEPET	1999	24	-	57	-

Kaynak: Şirketlerin 2022 yılına ait finansal ve faaliyet raporlarından yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 3'te CASA'nın yabancı ortaklık payının olduğu ve şubelerinin olmadığı görülmektedir. CASA, akaryakıt ticaret sektöründe değerlendirilse de faaliyet alanı MEPET'ten farklı olarak petrol ve kimyevi ürünler satışlarıdır.

Tablo 4: Belirli Bir Mala Tahsis Edilmiş Mağazalarda Bilgi Ve İletişim Teknolojisi (ICT) Teçhizatının Perakende Ticareti Kapsamındaki Şirketler

Şirket Adı	BIST Kodu	Kuruluş	Şube/ mağaza sayısı	Yurt dışı mağaza sayısı	Halka Açıklık Oranı (%)	Yabancı ortaklık payı
TEKNOSA İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	TKNSA	2000	189	-	50	-

Kaynak: Şirketlerin 2022 yılına ait finansal ve faaliyet raporlarından yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

TKNSA şirketi, BIST'te ICT sektöründe olan tek şirkettir.

Tablo 5: Belirli Bir Mala Tahsis Edilmiş Mağazalarda Diğer Malların Perakende Ticareti Kapsamındaki Şirketler

Şirket Adı	BIST Kodu	Kuruluş	Şube/ mağaza sayısı	Yurt dışı mağaza sayısı	Halka Açıklık Oranı (%)	Yabancı ortaklık payı
MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	MAVİ	1991	329	63	72,09	-
SUWEN TEKSTİL SANAYİ PAZARLAMA A.Ş.	SUWEN	2003	156	7	41,08	18,47
VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SAN. İŞLETA.Ş.	VAKKO	1934	159	-	12,6	-

Kaynak: Şirketlerin 2022 yılına ait finansal ve faaliyet raporlarından yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 5'teki şirketlere bakıldığında giyim mağazacılık ticareti yapan şirketler olduğu görülmektedir. MAVİ hem en fazla mağaza sayısına sahiptir hem de yurt dışı mağazası en

fazla şirkettir. Yabancı ortaklık payının olduğu tek şirket SUWEN'dir. Ancak şirketlerin ürün çeşitleri farklıdır. VAKKO, hazır giyim ticaretinin yanında, ev tekstili ve ev eşyaları ticaretini de yapmaktadır.

Analiz kapsamındaki şirketlerin finansal verileri oran analizi kapsamında Tablo 6'da açıklamaları yapılan oranlar kullanılarak likidite, faaliyet/etkinlik, finansal yapı ve karlılık yapıları analiz edilmiştir.

Tablo 6: Analizde Kullanılan Oranlar

Likidite Oranları	Kısaltma	Formül
Cari Oran	CO	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler
Likit Oran (Asit Test Oranı)	LO	(Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar+Ticari Alacaklar+Diğer Alacaklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler
Nakit Oran	NO	(Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)*100
Stok Bağımlılık Oranı	SBO	Kısa Vadeli Yükümlülükler-(Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar)/Stoklar
Dönen Varlıklar / Aktif Oranı	DVAO	Dönen Varlıklar / Aktif
Finansal Yapı Oranları	Kısaltma	Formül
Finansal Kaldıraç Oranı	FKO	(Toplam Yükümlülükler/ Aktif)*100
Özkaynaklar / Aktif Oranı	ÖAO	(Özkaynaklar / Aktif Oranı)*100
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar Oranı	TYÖO	(Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar Oranı)*100
Finansman Giderlerini Karşılama Oranı	FGKO	(Dönem Karı+Finansman Giderleri)/Finansman Giderleri
Faaliyet Oranları (Devir Hızı Oranları)	Kısaltma	Formül
Aktif Devir Hızı	AKDH	Hasılat/Ortalama Aktif
Dönen Varlıklar Devir Hızı	DVDH	Hasılat/Ortalama Dönen Varlıklar
Alacak Devir Hızı	ADH	Hasılat/Ortalama Ticari Alacaklar
Stok Devir Hızı	SDH	Satışların Maliyeti/Ortalama Stoklar
Alacak Tahsil Süresi (gün)	ATS	365/ADH
Stokta Kalma Süresi (gün)	SKS	365/SDH
Ticari Borç Devir Hızı	TBDH	Satışların Maliyeti/Ortalama Ticari Borçlar
Etkinlik Oranı	EO	ADH+SDH
Etkinlik Süresi (gün)	ES	ATS+SKS
Nakit Döndürme Süresi (gün)	NDS	(ATS+SKS)-Borç Ödeme Süresi
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Kısa Vadeli Yükümlülükler Oranı	İFNAKVYO	İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Kısa Vadeli Yükümlülükler
Karlılık Oranları	Kısaltma	Formül
Aktif Karlılık (%)	ROA	(Dönem Net Karı/Ortalama Aktif)*100
Özkaynak Karlılığı (%)	ROE	(Dönem Net Karı/Ortalama Özkaynaklar)*100
Brüt Kar Marjı	BKM	(Brüt Kar/Hasılat)*100
Esas Faaliyet Kar Marjı	EFKM	(Esas Faaliyet Karı/Hasılat)*100
Net Kar Marjı	NKM	(Dönem Net Karı/Hasılat)*100

3.1. Likidite Analizi

Likidite analizinde CO, LO, NO, SBO ve DVAO oranları kullanılmıştır. Şirketler buldukları sektörlerin ortalamalarına göre değerlendirilmiştir.

Tablo 8: Perakende Ticaret Sektörü Likidite Analizi

Oran	Şirket	Yıl				
		2018	2019	2020	2021	2022
Cari Oran	BIMAS	0,94	0,83	1,01	0,88	0,98
	BIZIM	0,96	0,89	0,88	0,89	0,93
	CRFSA	0,51	0,47	0,56	0,59	0,68
	GMTAS	4,78	5,50	5,98	5,69	4,00
	KIMMIR	0,89	1,20	1,18	1,73	1,38
	MIPAZ	0,17	4,80	2,47	0,68	17,08
	MGROS	0,67	0,68	0,70	0,66	0,77
	SOKM	0,46	0,44	0,59	0,62	0,82
	Alt Sektör Ortalaması	0,96	0,96	0,95	0,84	
	CASA	1,68	4,41	1,69	22,77	16,82
	MEPET	0,26	0,30	0,34	0,38	0,29
	Alt Sektör Ortalaması	1,07	1,06	0,98	1,53	
	TKNSA	0,69	0,67	0,81	1,00	1,05
	Alt Sektör Ortalaması	1,14	1,04	1,06	1,18	
	MAVİ	1,10	1,00	1,00	1,11	1,25
	SUWEN		0,72	0,84	1,03	1,60
	VAKKO	1,19	1,09	1,40	1,29	1,69
	Alt Sektör Ortalaması	1,42	1,34	1,29	1,41	
	Sektör Ortalaması	1,08	1,06	1,08	1,18	
	Likit Oran	BIMAS	0,42	0,45	0,58	0,43
BIZIM		0,54	0,54	0,5	0,44	0,34
CRFSA		0,23	0,24	0,27	0,24	0,25
GMTAS		1,79	2,95	2,71	1,72	0,85
KIMMIR		0,5	0,48	0,38	0,8	0,6
MIPAZ		0,05	2,59	0,59	0,12	17,05
MGROS		0,29	0,32	0,33	0,29	0,33
SOKM		0,15	0,12	0,22	0,21	0,09
Alt Sektör Ortalaması		0,26	0,29	0,48	0,4	
CASA		0,69	1,23	0,88	1,23	2,32
MEPET		0,19	0,23	0,28	0,29	0,18
Alt Sektör Ortalaması		0,81	0,8	0,75	1,28	
TKNSA		0,11	0,07	0,26	0,33	0,39
Alt Sektör Ortalaması		0,51	0,44	0,52	0,72	
MAVİ		0,50	0,50	0,64	0,75	0,77
SUWEN			0,12	0,27	0,17	0,51
VAKKO		0,31	0,19	0,27	0,38	0,66
Alt Sektör Ortalaması		0,66	0,64	0,63	0,69	
Sektör Ortalaması		0,45	0,47	0,63	0,69	

Nakit Oran	BIMAS	19,36	24,24	34,27	18,84	14,56
	BIZIM	40,23	46,79	41,78	33,83	19,79
	CRFSA	20,31	16,91	24,72	20,29	17,11
	GMTAS	164,08	288,16	255,64	161,12	67,63
	KIMMIR	11,52	10,12	21,82	68,63	46,90
	MIPAZ	2,31	250,71	55,08	11,39	496,86
	MGROS	31,01	27,73	31,11	30,15	26,50
	SOKM	12	10	20	19	7
	Alt Sektör Ortalaması	10	13	25	21	
	CASA	1,85	0,10	0,03	0,19	0,05
	MEPET	0,40	0,53	0,65	0,92	1,34
	Alt Sektör Ortalaması	19	20	16	57	
	TKNSA	3,16	2,52	20,18	27,00	30,83
	Alt Sektör Ortalaması	37	25	39	21	
MAVİ	29,72	27,68	50,03	58,69	60,67	
SUWEN		6,37	15,79	7,01	40,28	
VAKKO	10,92	4,52	10,86	22,89	56,31	
Alt Sektör Ortalaması	27	28	34	39		
Sektör Ortalaması	16	18	27	34		
Stok Bağımlılık Oranı	BIMAS	1,97	2,24	1,71	1,92	1,68
	BIZIM	1,47	1,54	1,59	1,56	1,54
	CRFSA	2,99	3,16	2,65	2,33	2,03
	GMTAS	-0,34	-1,00	-0,55	-0,16	0,11
	KIMMIR	2,33	1,28	1,01	0,36	0,8
	MIPAZ	9,31	-0,80	0,28	1,70	Stok yok
	MGROS	2,18	2,04	2,15	2,03	1,65
	SOKM	2,86	2,83	2,20	2,01	1,35
	Alt Sektör Ortalaması	1,54	1,43	1,76	1,97	
	CASA	730,98	87,03	1,53	Stok yok	Stok yok
	MEPET	26,94	19,91	25,37	15,27	10,66
	Alt Sektör Ortalaması	4,37	4,45	5,08	2,03	
	TKNSA	1,68	1,68	1,47	1,12	1,10
	Alt Sektör Ortalaması	1,07	1,33	1,21	1,86	
MAVİ	1,38	1,64	1,59	1,41	0,93	
SUWEN		1,81	1,63	1,30	0,60	
VAKKO	1,13	1,17	0,86	0,94	0,46	
Alt Sektör Ortalaması	1,13	1,17	1,11	0,95		
Sektör Ortalaması	1,66	1,58	1,97	1,57		

Dönen Varlık/Aktif	BIMAS	54,12	39,09	47,53	46,07	43,43
	BIZIM	78,80	67,32	69,29	72,05	73,95
	CRFSA	46,08	37,92	45,38	52,11	61,26
	GMTAS	26,52	33,94	31,85	36,35	21,58
	KIMMIR	50,74	56,88	61,90	68,35	56,11
	MIPAZ	2,21	2,01	1,10	0,86	99,67
	MGROS	41,11	38,17	47,67	48,09	55,25
	SOKM	40	33	44	45	56
	Alt Sektör Ortalaması	62,14	58,90	47,30	49,06	
	CASA	75,69	20,38	52,28	59,79	73,62
	MEPET	8,48	8,65	11,02	10,23	7,80
	Alt Sektör Ortalaması	65,59	66,57	60,09	69,85	
	TKNSA	77,93	65,75	79,84	87,42	86,36
	Alt Sektör Ortalaması	85,84	76,68	79,69	76,49	
	MAVİ	73,32	57,74	65,99	69,74	78,50
	SUWEN		36,53	47,94	56,48	69,38
	VAKKO	66,95	52,80	56,23	61,80	65,08
	Alt Sektör Ortalaması	60,30	53,62	56,13	54,72	
	Sektör Ortalaması	61,07	58,26	54,91	65,29	

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Cari oran (CO) işletmenin likidite yapısı hakkında genel bir bilgi vermektedir. Sektör ortalamaları incelendiğinde tüm yıllarda 1'in üzerinde gerçekleşmiş ve 2021 yılında en yüksek 1,18 seviyesinde olduğu görülmektedir. Alt sektör ortalamaları incelendiğinde en yüksek CO ortalamalarının Tablo 8'de yer alan giyim mağazacılık alt sektörüne ait olduğu, en düşük CO ortalamalarının ise zincir marketlerin olduğu at sektöre ait olduğu görülmektedir. Sektördeki işletmelerin CO sonuçları incelendiğinde özellikle mağaza/şube sayısı çok fazla olan zincir marketlerde (KIMMIR şirketi 2018 hariç tüm yıllarda 1'in üzerinde) CO'nun 1'in altında olduğu ve alt sektör ortalamaları ile paralellik gösterdiği (SOKM, MIGROS ve CRFSA hariç) görülmektedir. Aynı alt sektörde yer alsa da faaliyet yapıları farklı olan GMTAS ve MIPAZ işletmelerinin (MIPAZ 2021 yılı hariç) yüksek düzeyde cari oranlara sahip olduğu görülmektedir. CASA hariç diğer alt sektörlerde yer alan işletmelerin CO ları alt sektör ortalamalarının altında kalmıştır. ICT sektöründe tek şirket olan TKNSA ise 2021 ve 2022 yılında CO'yu ortalamanın üstüne çıkarmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe ise tüm şirketlerin CO'su alt sektör ortalamasının altında olup sadece 2020 yılında VAKKO'nun CO'su ortalamanın üstündedir. 2022 yılında şirketlerin CO'su artış göstermiştir. En yüksek CO, VAKKO şirketine aittir. SUWEN, şirketler içinde en düşük CO'ya sahiptir.

Likit oranının (LO) sektör ortalaması yıllar itibari ile 0,45 ile 0,69 düzeyinde 1'in altında kaldığı ve tüm alt sektör ortalamalarının da aynı şekilde 1'in altında olduğu görülmektedir. Alt sektörler arasında en düşük LO'ya sahip alt sektör, zincir marketlerdir. LO'su en düşük olan şirketler SOKM, CRFSA ve MIGROS; en yüksek olanda KIMMIR'dır. Sadece GMTAS'ın (2022 yılı hariç) LO'su 1'in üzerinde ve yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Akaryakıt ticaret sektöründe, CASA işletmesinin LO'su bulunduğu sektörün ortalamasının üstündeyken MEPET'in oranı ortalamanın altında kalmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe, MAVİ şirketinin

LO'su alt sektör ortalamasının üstünde olan tek şirkettir. Diğer şirketler alt sektör ortalamasının altında olup en düşük olan SUWEN'dir.

Nakit oranı (NO), sektör ortalaması yıllar itibari ile %16-%34 arasında artan bir eğilim göstermektedir. Alt sektör ortalamalarında benzer bir eğilim olduğu söylenebilir. Alt sektör ortalamaları içinde en düşük NO zincir marketlerin olduğu alt sektörde gerçekleşmiştir. Akaryakıt ticaretinin olduğu alt sektörde yer alan işletmelerinin çok düşük düzeyde NO'su olduğu dikkat çekmekle birlikte, GMTAS ve MIPAZ işletmelerinde çok yüksek düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. Zincir marketler alt sektöründe NO, yıllar itibariyle artış göstermiştir. BİMAS şirketinin NO'su 2021; CRFSA'nın 2020 ve 2021; KİMMİR'in da 2019 ve 2020; SOKM'nin 2019, 2020 ve 2021 yılında NO'su alt sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. En düşük NO'su olan şirket SOKM'dir. Bunun dışındaki yıllarda ve diğer tüm şirketlerde NO, alt sektör ortalamasının üstündedir. En yüksek NO'ya sahip şirketler sırasıyla GMTAS, BİZİM ve MIGROS'tur. Akaryakıt ticaretindeki şirketlerin NO'su, alt sektör ortalamasının belirgin bir şekilde altındadır. Şirketlerin nakit varlıklar bulundurmaya tercih etmedikleri söylenebilir. TKNSA'nın NO'su 2020'den önce alt sektör ortalamasının oldukça altındadır. 2020'den sonra ortalmaya yakla, sektör ortalamasının üstüne çıkmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe NO'su alt sektör ortalamasının üstünde tek şirket MAVİ'dir. SUWEN ve VAKKO şirketlerinin NO'su alt sektörün altında olup, ortalmaya en yakın olan şirket VAKKO'dur.

Stok Bağımlılık Oranı (SBO), genel sektör ortalamasına göre değerlendirildiğinde, SBO'su en yüksek olan alt sektör akaryakıt ticaret sektörü, en düşük olan da giyim mağazacılık sektörüdür. Giyim mağazacılık sektörünü ICT takip etmektedir. Zincir marketlerdeki şirketlerin SBO'su genelde alt sektör ortalamasının üstündedir. En yüksek SBO'su olan şirketler, CRFSA, SOKM ve MIGROS'tur. Ancak 2021 ve 2022 yılında SOKM'nin SBO'su CRFSA ve MIGROS'un altında gerçekleşmiştir. BİZİM, alt sektör ortalamasının altındadır. BİZİM şirketini BİMAS takip etmektedir. Akaryakıt sektöründe 2021 ve 2022 yılında CASA'da stok olmadığından dolayı hesaplama yapılmamıştır. MEPET'in SBO'su, alt sektör ortalamasının oldukça üstündedir. ICT sektöründe yer alan TKNSA şirketinin 2018,2019 ve 2020 yılındaki SBO'su sektör ortalamasının üstünde iken 2021 ve 2022 yılında SBO'nun düştüğü görülmektedir. Giyim mağazacılık sektöründe, MAVİ tüm yıllarda sektör ortalamasının üstünde SBO'ya sahiptir. VAKKO sektör ortalamasının altındadır.

Dönen Varlık/ Aktif oranı(DVAO) incelendiğinde sektörün %55-%65 arasında dönen varlık ağırlıklı bir varlık yapısına sahip olduğu görülmektedir. Genel sektör ortalamasına göre DVAO'su en yüksek olan sektör ICT, en düşük olan sektör de zincir marketler sektörüdür. Zincir marketlerin alt sektör ortalaması 2020 ve 2021 yılında %50'nin altına düşmüştür. Analiz sonuçlarına göre, zincir marketlerde DVAO'su en yüksek olan şirket ortalama %70 ile BİZİM'dir. Diğer şirketler alt sektör ortalamasının altındadır ve en düşük olan şirket GMTAS'tır. Akaryakıt ticaret sektöründeki her iki şirket de alt sektör ortalamasının altındadır. Özellikle MEPET DVAO'su %8-%10 aralığındadır. Bu oran oldukça düşüktür. TKNSA, 2018 ve 2019 yılında DVKO'su alt sektör ortalamasının altındadır. TKNSA, 2020 yılından itibaren sektör ortalamasını yakalayarak DVAO'sunu artırmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe, SUWEN dışındaki şirketlerin DVAO'su, ortalamasının üstündedir. En yüksek orana sahip şirket MAVİ'dir.

3.2. Finansal Yapı Analizi

Finansal yapı analizinde, FKO, ÖAO, TYÖO ve FGKO alt sektörlerle göre analiz edilmiştir.

Tablo 9: Perakende Ticaret Sektörü Finansal Yapı Analizi

Oran	Şirket	Yıl				
		2018	2019	2020	2021	2022
Toplam Yükümlülükler/Aktif	BIMAS	60,75	71,47	69,37	74,32	60,72
	BIZIM	85,29	87,61	89,95	89,90	87,78
	CRFSA	97,99	108,18	99,63	108,03	110,14
	GMTAS	5,95	6,70	8,60	11,45	14,70
	KIMMIR	62,04	66,70	69,09	52,94	57,48
	MIPAZ	21,65	13,07	14,02	16,19	6,04
	MGROS	94,17	97,44	99,78	97,04	88,77
	SOKM	92	99	97	95	85
	Alt Sektör Ortalaması	78	82	77	84	
	CASA	51,33	40,15	57,05	30,25	26,50
	MEPET	62,04	66,70	69,09	52,94	57,48
	Alt Sektör Ortalaması	79	80	80	55	
	TKNSA	113,56	116,65	108,44	91,90	87,91
	Alt Sektör Ortalaması	76	83	84	73	
	MAVİ	74,91	75,35	80,28	70,86	68,39
SUWEN		100,74	90,01	77,76	53,97	
VAKKO	65,86	71,13	69,56	65,32	51,75	
Alt Sektör Ortalaması	62	65	66	58		
Sektör Ortalaması	73	76	74	71		
Özkaynaklar/Aktif	BIMAS	39,25	28,53	30,63	25,68	39,28
	BIZIM	14,71	12,39	10,05	10,11	12,22
	CRFSA	2,01	-8,18	0,37	-8,03	-10,14
	GMTAS	94,05	93,30	91,40	88,55	85,30
	KIMMIR	37,96	33,30	30,91	47,06	42,52
	MIPAZ	78,35	86,93	85,98	83,81	93,96
	MGROS	11,23	2,96	0,22	2,56	11,23
	SOKM	8	1	3	5	15
	Alt Sektör Ortalaması	22	18	23	16	
	CASA	48,67	59,85	42,95	69,75	73,50
	MEPET	51,46	51,90	47,89	59,23	63,64
	Alt Sektör Ortalaması	21	20	20	45	
	TKNSA	-13,56	-16,65	-8,44	8,10	12,09
	Alt Sektör Ortalaması	24	17	16	27	
	MAVİ	25,09	24,65	19,72	29,14	31,61
SUWEN		-0,74	9,99	22,24	46,03	
VAKKO	34,14	28,87	30,44	34,68	48,25	
Alt Sektör Ortalaması	38	35	34	42		
Sektör Ortalaması	27	24	26	29		

Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	BIMAS	154,78	250,51	226,52	297,19	155,85
	BIZIM	580,00	707,39	895,51	889,52	718,09
	CRFSA	4.874,49	-1.323,18	26.753,50	-1.345,38	-1.086,42
	GMTAS	6,33	7,18	9,41	12,93	17,24
	KIMMIR	163,47	200,31	223,55	112,49	135,18
	MIPAZ	27,63	15,03	16,30	19,32	6,43
	MGROS	1.619,48	3.819,22	49.401,49	3.276,52	799,22
	SOKM	1.140,54	-20.977,92	2.957,04	1.863,10	555,29
	Alt Sektör Ortalaması	359	452	344	518	
	CASA	105,47	67,10	132,84	43,37	36,05
	MEPET	94,33	92,69	108,82	68,84	57,14
	Alt Sektör Ortalaması	385	395	407	123	
	TKNSA	-837,72	-700,58	-1.284,35	1.135,11	727,30
	Alt Sektör Ortalaması	325	504	533	275	
	MAVİ	301,62	317,18	426,40	260,38	228,08
SUWEN		-13.533,43	900,81	349,69	117,25	
VAKKO	192,92	246,34	228,48	188,37	107,24	
Alt Sektör Ortalaması	161	190	194	139		
Sektör Ortalaması	265	312	278	246		
Finansman Giderlerini Karşılama Oranı	BIMAS	130,15	3,40	5,05	4,91	7,61
	BIZIM	2,72	3,63	2,87	2,67	2,33
	CRFSA	1,11	0,05	0,31	0,05	0,68
	GMTAS	44,82	61,90	81,84	41,16	3,38
	KIMMIR	-1,03	1,40	1,92	1,60	2,94
	MIPAZ	-1,70	95,21	6.722,38	329,20	1.006,83
	MGROS	17,05	-14,19	0,27	1,54	3,65
	SOKM	0,06	0,57	1,51	1,38	2,61
	Alt Sektör Ortalaması	1,18	0,91	1,77	1,66	
	CASA	-17,28	1.204,62	26.412,67	Fin. Gid. Yok	Fin. Gid. Yok
	MEPET	-5,37	1,12	0,28	10,50	2,64
	Alt Sektör Ortalaması	1,04	1,23	0,79	2,01	
	TKNSA	0,44	0,17	1,52	1,52	2,13
	Alt Sektör Ortalaması	3,67	1,7	2,33	1,41	
	MAVİ	1,78	1,59	1,05	2,67	3,67
SUWEN		0,99	1,08	3,57	4,83	
VAKKO	2,20	1,92	1,16	3,39	7,38	
Alt Sektör Ortalaması	1,34	1,92	1,19	2,13		
Sektör Ortalaması	1,23	1,21	1,32	1,69		

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Toplam Yükümlülükler/Aktif oranı (FKO) sektör ortalaması yıllar itibari ile %71-%76 arasındadır. Bu oranın giyim mağazaları alt sektörü hariç diğer alt sektörlerde ortalamanın üstünde ve yüksek bir oranda olduğu görülmektedir. Zincir marketlerde yer alan şirketlerin FKO'su alt sektör ortalamalarına göre değerlendirildiğinde, alt sektör ortalamasının üstünde ve en yüksek olan şirketler CRFSA, MIGROS ve SOKM'dir. CRFSA işletmesinin 2019, 2021 ve 2022 yıllarında %100'ün üzerinde toplam yükümlülüklerin olduğu dikkat çekmektedir. En düşük olan da GMTAS'tır. Şirket, varlıklarının neredeyse tamamını özkaynaklarıyla finanse etmektedir. Akaryakıt ticareti sektöründeki şirketlerin FKO'su, alt sektör ortalamasının altındadır. En düşük olan CASA'dır. CASA da varlıklarının çoğunu özkaynaklarıyla finanse etmektedir. Ayrıca TKNSA 2018, 2019 ve 2020 yıllarındaki FKO'su, %100'ün üzerindedir. 2021 yılından itibaren %100'ün altına düşse de alt sektör ortalamasının oldukça üstündedir. Giyim mağazacılık sektöründeki şirketlerin FKO'su, tüm yıllarda alt sektör ortalamasının üstündedir. VAKKO şirketler içinde en düşük FKO'ya sahiptir. SUWEN'in 2019 yılında FKO'su, %100'ün üzerine çıkmıştır. Diğer yıllarda %100'ün altında olsa da en yüksek borçlanma oranına sahip şirkettir.

Finansman Giderlerinin Karşılama Oranı (FGKO) sektör ortalaması yıllar itibari ile 1,21–1,69 arasında ve artan eğilindedir. Genel sektör ortalaması, alt sektör ortalamalarına göre değerlendirildiğinde en yüksek FGKO sırasıyla ICT ve giyim mağazacılık sektörüdür. En düşük olan ve genel olarak ortalamanın altında kalan sektörler sırasıyla zincir marketler ve akaryakıt ticaret sektörüdür. Zincir marketlerde FGKO'su alt sektör ortalamasından yüksek olan şirketler, sırasıyla BIMAS ve BIZIM (GMTAS borçlanması yok denecek kadar az olduğu için sıralamaya dahil edilmemiştir); en düşük olan CRFSA, SOKM ve MIGROS'tur. Ancak, 2019 ve 2020 yılında en düşük FGKO MIGROS'a ait iken, 2021 ve 2022 yılında CRFSA en düşük FGKO'ya sahiptir. Hatta CRFSA tüm yıllarda 1'in üstüne çıkamamıştır. Akaryakıt ticaret sektöründe, MEPET'in FGKO, 2018, 2019 ve 2020 yılında alt sektör ortalamasının altında iken 2021 ve 2022 yılında finansman giderleri karşılar hale gelmiştir.

3.3. Faaliyet Analizi

Sektörün faaliyet analizinde diğer bir ifadeyle etkinlik oranlarının analizinde AKDH, DVDH, ADH, SDH, ATS, SKS, TBDH, EO, ES, NDS VE İFNAKVYO oranları analiz edilmiştir.

Tablo 10: Perakende Ticaret Sektörü Faaliyet Analizi

Oran	Şirket	Yıl				
		2018	2019	2020	2021	2022
Aktif Devir Hızı	BIMAS	4,05	3,38	2,90	2,63	3,11
	BIZIM	4,80	4,56	4,03	3,92	4,56
	CRFSA	1,77	2,01	1,91	1,97	3,04
	GMTAS	0,43	0,72	0,91	1,01	1,01
	KIMMIR	1,58	1,63	1,77	1,69	2,00
	MIPAZ	0,06		0,00	0,00	0,01
	MGROS	1,77	1,85	1,97	2,17	2,73
	SOKM	3,9	3	3,12	3,19	3,93
	Alt Sektör Ortalaması	2,01	1,75	1,83	1,92	
	CASA	0,00	0,00	1,38	3,35	2,47
	MEPET	1,43	1,41	1,03	1,17	2,40
	Alt Sektör Ortalaması	1,24	1,16	0,89	2,38	
	TKNSA	4,68	3,64	3,23	3,03	3,75
	Alt Sektör Ortalaması	2,83	2,41	2,5	1,42	
	MAVİ	1,95	1,74	1,03	1,36	1,66
SUWEN		1,04	1,11	1,70	1,92	
VAKKO	1,33	1,34	0,82	1,21	1,57	
Alt Sektör Ortalaması	1,34	1,26	1,36	1,47		
Sektör Ortalaması	1,63	1,46	1,33	1,59		
Dönen Varlık Devir Hızı	BIMAS	7,66	7,55	6,55	5,62	7,02
	BIZIM	6,25	6,32	5,89	5,53	6,23
	CRFSA	4,20	4,87	4,55	4,03	5,28
	GMTAS	1,61	2,36	2,77	2,94	4,03
	KIMMIR	3,11	3,01	2,97	2,57	3,30
	MIPAZ	2,71		0,02	0,47	0,01
	MGROS	4,54	4,69	4,57	4,52	5,17
	SOKM	10,22	9,96	7,79	7,10	7,45
	Alt Sektör Ortalaması	3,23	2,97	3,87	3,92	
	CASA	0,00	0,00	3,36	5,90	3,62
	MEPET	12,25	16,46	10,41	11,14	27,25
	Alt Sektör Ortalaması	1,89	1,74	1,48	3,41	
	TKNSA	6,06	5,21	4,38	3,59	4,33
	Alt Sektör Ortalaması	3,3	3,14	3,14	1,86	
	MAVİ	2,69	2,72	1,65	1,99	2,20
SUWEN		2,84	2,57	3,20	2,91	
VAKKO	2,02	2,29	1,50	2,05	2,44	
Alt Sektör Ortalaması	2,21	2,34	2,43	2,68		
Sektör Ortalaması	2,67	2,5	2,42	2,43		

Alacak Devir Hızı	BIMAS	31,60	30,43	24,90	23,69	22,78
	BIZIM	79,10	76,11	63,40	46,80	42,04
	CRFSA	104,60	106,16	101,64	79,34	68,71
	GMTAS	61,72	204,29	106,21	207,98	210,21
	KIMMIR	61,36	51,25	20,45	26,44	45,07
	MIPAZ	13,83		1.614,58		0,03
	MGROS	155,96	141,84	161,75	192,16	190,06
	SOKM	88,37	161,60	174,97	261,84	566,46
	Alt Sektör Ortalaması	22,28	19,54	19,66	21,39	
	CASA	0,11	0,02	6,39	15,00	10,04
	MEPET	17,44	23,11	13,14	14,77	39,07
	Alt Sektör Ortalaması	9,82	9,84	7,72	7,41	
	TKNSA	44,89	57,17	66,23	58,32	58,14
	Alt Sektör Ortalaması	25,78	23,53	27,28	21,23	
	MAVİ	13,03	12,45	10,30	13,00	14,34
SUWEN		36,77	14,79	25,05	31,14	
VAKKO	10,09	13,60	13,18	18,99	25,73	
Alt Sektör Ortalaması	10,24	10,91	12,39	14,81		
Sektör Ortalaması	13,91	13,19	11,12	9,18		
Stok Devir Hızı	BIMAS	14,34	14,13	12,28	10,31	9,19
	BIZIM	12,00	12,30	11,71	10,53	7,79
	CRFSA	6,00	6,36	6,04	5,57	6,14
	GMTAS	3,32	4,82	4,33	3,83	3,94
	KIMMIR	5,30	3,18	3,08	3,35	4,54
	MIPAZ	5,93		0,04	0,59	2,95
	MGROS	6,87	6,66	7,10	6,63	6,72
	SOKM	12,43	10,91	9,57	8,73	6,95
	Alt Sektör Ortalaması	4,19	3,69	6,84	6,33	
	CASA	0,10		18,55	29,11	12,33
	MEPET	87,19	98,32	83,18	82,19	102,29
	Alt Sektör Ortalaması	9,8	9,39	8,01	23,79	
	TKNSA	5,71	5,02	5,13	4,25	5,07
	Alt Sektör Ortalaması	5,04	4,77	5,52	4,26	
	MAVİ	2,82	2,87	2,06	3,40	3,11
SUWEN		1,45	1,22	1,40	1,77	
VAKKO	1,50	1,61	0,99	1,25	1,36	
Alt Sektör Ortalaması	3,22	3,43	4,17	4,47		
Sektör Ortalaması	4,41	4,02	5,7	5,76		

Alacak Tahsil Süresi	BIMAS	11,55	12,00	14,66	15,41	16,02
	BIZIM	4,61	4,80	5,76	7,80	8,68
	CRFSA	3,49	3,44	3,59	4,60	5,31
	GMTAS	5,91	1,79	3,44	1,75	1,74
	KIMMIR	5,95	7,12	17,85	13,80	8,10
	MIPAZ	26,38		0,23		12.391,96
	MGROS	2,34	2,57	2,26	1,90	1,92
	SOKM	4,13	2,26	2,09	1,39	0,64
	Alt Sektör Ortalaması	16,38	18,68	18,57	17,06	
	CASA	3.217,42	15.750,84	57,12	24,33	36,36
	MEPET	20,93	15,79	27,78	24,71	9,34
	Alt Sektör Ortalaması	37,17	37,09	47,28	49,26	
	TKNSA	8,13	6,38	5,51	6,26	6,28
	Alt Sektör Ortalaması	14,16	15,51	13,38	17,19	
	MAVİ	28,02	29,31	35,44	28,07	25,46
SUWEN		9,93	24,68	14,57	11,72	
VAKKO	36,18	26,83	27,68	19,22	14,19	
Alt Sektör Ortalaması	35,64	33,46	29,46	24,65		
Sektör Ortalaması	26,24	27,67	32,82	39,76		
Stokta Kalma Süresi	BIMAS	25,45	25,83	29,72	35,40	39,72
	BIZIM	30,42	29,67	31,17	34,66	46,85
	CRFSA	60,83	57,39	60,43	65,53	59,45
	GMTAS	109,94	75,73	84,30	95,30	92,64
	KIMMIR	68,87	114,78	118,51	108,96	80,40
	MIPAZ	61,55		9125,00	618,64	123,73
	MGROS	53,13	54,80	51,41	55,05	54,32
	SOKM	29,37	33,45	38,14	41,83	52,52
	Alt Sektör Ortalaması	87,11	98,92	53,36	57,66	
	CASA	3650,00		19,68	12,54	29,60
	MEPET	4,19	3,71	4,39	4,44	3,57
	Alt Sektör Ortalaması	37,24	38,87	45,57	15,34	
	TKNSA	63,92	72,71	71,15	85,88	71,99
	Alt Sektör Ortalaması	72,42	76,52	66,12	85,68	
	MAVİ	129,43	127,18	177,18	107,35	117,36
SUWEN		251,72	299,18	260,71	206,21	
VAKKO	243,33	226,71	368,69	292,00	268,38	
Alt Sektör Ortalaması	113,35	106,41	87,53	81,66		
Sektör Ortalaması	82,77	90,08	64,04	63,37		

Ticari Borç Devir Hızı	BIMAS	6,72	6,60	6,28	5,40	6,53
	BIZIM	5,61	5,75	5,29	4,85	5,51
	CRFSA	2,86	2,99	2,99	2,78	3,65
	GMTAS	9,37	18,33	32,84	30,14	26,67
	KIMMIR	2,96	3,34	3,57	3,58	4,93
	MIPAZ	2,49		0,34	4,77	15,24
	MGROS	3,14	3,16	3,37	3,25	3,70
	SOKM	3,98	4,13	4,09	4,33	5,29
	Alt Sektör Ortalaması	3,77	3,44	4,38	3,73	
	CASA	0,07		7,40	29,99	4.858,99
	MEPET	22,82	22,25	16,20	25,95	73,62
	Alt Sektör Ortalaması	6,41	6,32	5,24	11,97	
	TKNSA	3,90	3,41	3,57	3,28	4,16
	Alt Sektör Ortalaması	3,24	3,19	3,55	3,27	
	Etkinlik Oranı	MAVİ	2,61	2,63	2,01	2,46
SUWEN			38,22	16,01	26,45	32,91
VAKKO		11,59	15,21	14,17	20,24	27,09
Alt Sektör Ortalaması		4,29	4,69	6,64	7,58	
Sektör Ortalaması		4,05	3,82	4,64	4,38	
BIMAS		45,94	44,55	37,18	34	31,97
BIZIM		91,1	88,41	75,11	57,33	49,83
CRFSA		110,61	112,52	107,68	84,91	74,85
GMTAS		65,05	209,1	110,54	211,81	214,15
KIMMIR		66,66	54,44	23,53	29,79	49,61
MIPAZ	19,76		1614,62		2,98	
MGROS	162,82	148,49	168,85	198,79	196,77	
SOKM	100,80	172,52	184,54	270,57	573,41	
Alt Sektör Ortalaması	26,47	23,23	26,5	27,72		
CASA	0,21		24,94	44,12	22,37	
MEPET	104,63	121,43	96,32	96,97	141,36	
Alt Sektör Ortalaması	19,62	19,23	15,73	31,2		
TKNSA	50,60	62,19	71,36	62,57	63,21	
Alt Sektör Ortalaması	30,82	28,30	32,80	25,49		
MAVİ	15,85	15,32	12,36	16,4	17,45	
SUWEN		38,22	16,01	26,45	32,91	
VAKKO	11,59	15,21	14,17	20,24	27,09	
Alt Sektör Ortalaması	13,46	14,34	16,56	19,28		
Sektör Ortalaması	18,32	17,21	16,82	14,94		

Erkinlik Süresi	BIMAS	37	37,83	44,38	50,82	55,73
	BIZIM	35,04	34,48	36,92	42,47	55,53
	CRFSA	64,28	60,83	64,05	70,11	64,73
	GMTAS	115,79	77,58	87,68	97,03	94,31
	KIMMIR	74,79	121,77	136,49	122,88	88,58
	MIPAZ	87,98		9487,55		12515,6
	MGROS	55,49	57,39	53,68	56,95	56,26
	SOKM	33,50	35,71	40,23	43,22	53,17
	Alt Sektör Ortalaması	103,49	117,6	71,93	74,72	
	CASA	6884,83		76,79	36,86	65,96
	MEPET	25,12	19,5	32,17	29,15	12,91
	Alt Sektör Ortalaması	74,41	75,96	92,85	64,6	
	TKNSA	72,04	79,08	76,64	92,05	78,34
	Alt Sektör Ortalaması	86,58	92,03	79,5	102,87	
	Nakit Dönüşüm Süresi	MAVİ	157,57	156,59	212,55	135,58
SUWEN			261,22	323,16	276,17	217,44
VAKKO		279,31	253,44	396,19	311,73	283,02
Alt Sektör Ortalaması		148,99	139,87	116,99	106,31	
Sektör Ortalaması		109,01	117,75	96,86	103,13	
BIMAS		-17,28	-17,51	-13,75	-16,74	-0,17
BIZIM	-30,06	-29,05	-32,08	-32,85	-10,77	
CRFSA	-63,42	-61,08	-57,90	-61,33	-35,26	
GMTAS	76,82	57,67	76,57	84,92	80,63	
KIMMIR	-48,72	12,62	34,19	20,80	14,47	
MIPAZ	-58,51		8.419,52	541,30	12.491,66	
MGROS	-60,86	-58,25	-54,76	-55,27	-42,30	
SOKM	-58,27	-52,76	-48,96	-41,15	-15,86	
Alt Sektör Ortalaması	6,7	11,45	-11,4	-23,01		
CASA	1.490,68		27,47	24,69	65,89	
MEPET	9,12	3,10	9,64	15,08	7,95	
Alt Sektör Ortalaması	17,44	18,21	23,23	34,1		
TKNSA	-21,57	-28,10	-25,58	-19,28	-9,40	
Alt Sektör Ortalaması	-26,12	-22,53	-23,3	-8,59		
MAVİ	17,82	17,98	30,96	-12,75	-9,05	
SUWEN		80,07	140,06	174,13	116,75	
VAKKO	140,55	128,11	228,61	168,54	145,53	
Alt Sektör Ortalaması	63,85	62	62,04	58,15		
Sektör Ortalaması	18,97	22,98	18,22	19,89		

İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Kısa Vadeli Yükümlülükler	BIMAS	0,30	0,48	0,43	0,37	0,35
	BIZIM	0,20	0,26	0,22	0,21	0,17
	CRFSA	0,06	0,14	0,21	0,10	0,22
	GMTAS	-1,09	1,36	0,03	0,50	0,36
	KIMMIR	0,07	0,15	0,25	-0,01	0,12
	MIPAZ	-0,59	-2,61	-1,47	-0,71	-0,14
	MGROS	0,18	0,28	0,29	0,25	0,31
	SOKM	0,17	0,33	0,38	0,30	0,22
	Alt Sektör Ortalaması	0,07	0,11	0,25	0,3	
	CASA	0,01	11,02	0,01	0,06	-0,07
	MEPET	0,62	-0,35	0,11	0,16	0,05
	Alt Sektör Ortalaması	0,05	0,08	0,12	0,52	
	TKNSA	0,09	0,15	0,19	0,31	0,28
	Alt Sektör Ortalaması	0,21	0,21	0,26	0,24	
	MAVİ	0,29	0,54	0,22	0,53	0,43
SUWEN		0,50	0,26	0,31	0,54	
VAKKO	0,20	0,35	0,04	0,73	0,65	
Alt Sektör Ortalaması	0,17	0,34	0,15	0,28		
Sektör Ortalaması	0,08	0,18	0,17	0,25		

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Aktif devir hızı (AKDH) sektör ortalaması yıllar itibari ile 1,33–1,63 arasında gerçekleşmiştir. Zincir marketlerin alt sektör ortalaması ile ICT teçhizatı perakende ticareti alt sektör ortalamalarının sektör ortalamalarından daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Giyim mağazacılık ve akaryakıt ticaret sektörü genel sektör ortalamasının altındadır. Zincir marketler alt sektöründe AKDH'si, alt sektör ortalamasının altında olan şirketler sırasıyla GMTAS ve KIMMIR'dır. Ortalamanın üstünde ve en yüksek olan şirketler sırasıyla BIMAS, BIZIM, SOKM ve MIGROS'tur. Akaryakıt ticareti alt sektöründe MEPET'in, ADH'si 2018, 2019 ve 2020 yılında alt sektör ortalamasının üstündeyken, 2021 yılında ortalamanın altına düşmüştür. CASA 2020 yılından itibaren sektör ortalamasının üstüne çıkarak MEPET'in önüne geçmiştir. ICT sektöründeki TKNSA, tüm yıllarda alt sektör ortalamasının üstünde AKDH gerçekleştirmiştir. Giyim mağazacılık sektöründe, SUWEN hariç, diğer şirketlerin AKDH'si, 2018 ve 2019 yılında alt sektör ortalamasının üstündedir. 2020 ve 2021 yılında SUWEN AKDH'sini yükselterek ortalamanın üstüne çıkmış, diğer şirketler ise AKDH'sini düşürerek ortalamanın altında kalmıştır. 2022 yılında tüm şirketlerin AKDH'si artmış; en yüksek SUWEN olmuştur.

Dönen varlık devir hızı (DVDH) sektör ortalaması yıllar itibari ile 2,42–2,67 arasında gerçekleşmiştir. Zincir marketlerin olduğu alt sektör ortalaması ile ICT teçhizatı perakende ticareti alt sektör ortalamaları sektör ortalamalarından daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. DVDH sonuçları, AKDH sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Tek farklılık akaryakıt sektöründe MEPET'in tüm yıllarda DVDH'sinin CASA'dan oldukça yüksek olmasıdır. Ayrıca zincir marketlerde AKDH'dan farklı olarak sıralama değişmiştir. Sırasıyla SOKM ve BIMAS şirketleri en yüksek DVDH'na sahiptir.

Alacak devir hızı (ADH) göstergesine göre sektör ortalamasının 13,91-9,18 arasında azalan bir eğilim olduğu görülmektedir. Zincir marketlerin alt sektör ortalamaları ve ICT teçhizatı alt sektör ortalamalarının sektör ortalamasının çok üstünde olduğu dikkat çekmektedir. Analiz sonuçlarına göre tüm şirketlerin alt sektör ortalamalarının üzerinde bir performans gösterdiği görülmektedir. Zincir marketlerde alt sektör ortalamasına göre en yüksek ADH'si olan şirketler, SOKM, MIGROS, GMTAS ve CRFSA; en düşük BIMAS'tır. Akaryakıt sektöründe ise MEPET şirkettir. CASA şirketinin 2018 ve 2019 yıllarda çok düşük düzeyde bir devir hızı gerçekleşmiştir. Giyim mağazacılık sektöründe en yüksek ADH, SUWEN şirketine ortaya çıkarken, en düşük MAVİ'dir.

Stok devir hızının (SDH) sektör ortalamasının 4,02-5,76 arasında ve artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Genel sektör ortalamasına göre SDH'si en düşük ve ortalamanın altında olan sektör giyim mağazacılık sektörüdür. En yüksek SDH, akaryakıt ticaret sektörüdür. Zincir marketlerde SDH, 2018 ve 2019 yılında sektör ortalamasının altındadır. Zincir marketlerde sadece 2019 ve 2020 yılında alt sektör ortalamasının altında kalan şirketler CRFSA, KIMMIR ve GMTAS'tır. En yüksek SDH olan şirketler, sırasıyla BIMAS, BİZİM ve SOKM şirketleridir. Akaryakıt ticaret alt sektöründe MEPET şirketinin yüksek orandaki SDH'si dikkat çekmektedir. ICT sektöründeki TKNSA'nın SDH'si, alt sektör ortalamasına oldukça yakındır. Giyim mağazacılık sektöründe, tüm şirketlerin SDH'si, alt sektör ortalamasının altındadır. Sektör ortalamasının altında olmasına rağmen en yüksek SDH MAVİ; en düşük SDH VAKKO'dur. Alacak tahsilat süreleri ve stokta kalma süreleri ile ilgili yorum devir hızları için yapıldığından tekrar yorum yapılmamıştır.

Ticari borç devir hızı (TBDH) sektör ortalaması 3,82 - 4,64 arasında yıllar içinde artan bir eğilim göstermektedir. Zincir marketlerin alt sektör ortalamaları ve ICT teçhizatı alt sektör ortalamalarının sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Zincir marketlerde BIMAS, BİZİM ve GMTAŞ TBDH'leri, alt sektör ortalamasının üstündedir. SOKM'nin TBDH'si 2018, 2019 ve 2021 yılında alt sektör ortalamasının üstündedir. Diğer şirketler ise ortalamanın altındadır. En düşük TBDH, CRFSA şirketine aittir. Akaryakıt ticaret sektöründe şirketlerin TBDH'si, alt sektör ortalamasının üstündedir. Son yıllarda CASA'nın TBDH'si MEPET'ten daha yüksektir. TKNSA, tüm yıllarda bulunduğu sektörün ortalamasına yakın bir TBDH'ye sahiptir. Giyim mağazacılık sektöründe sadece MAVİ şirketi alt sektör ortalamasının altındadır ve en düşük TBDH'ye sahiptir. En yüksek TBDH, SUWEN şirketine aittir.

Etkinlik oranı (EO) genel sektör ortalaması, 14,94-18,32 aralığındadır. EO, genel olarak tüm alt sektörlerde ortalamanın üstündedir. Akaryakıt ticaret sektöründe 2020 yılında sektör ortalamasının altında; giyim mağazacılık sektöründe sadece 2020 yılında ortalamanın üstündedir. Zincir marketlerde EO, tüm şirketlerde alt sektör ortalamasının üstündedir. En yüksek EO, SOKM, MIGROS ve GMTAS; en düşük EO ise BIMAS şirketindedir. Akaryakıt sektöründe EO, tüm şirketlerde alt sektör ortalamasının üstündedir. En yüksek EO, MEPET şirketine aittir. TKNSA şirketinin EO'su tüm yıllarda alt sektör ortalamasının üstündedir. Giyim mağazacılık sektöründe MAVİ'nin EO'su 2020 ve 2021; VAKKO'nun 2018 ve 2020 yılında alt sektör ortalamasının altında gerçekleşmiştir. En yüksek ve ortalamanın üstünde olan şirket SUWEN'dir.

Nakit dönüşüm süresi (NDS), ticari borçlarını ödemede zorluk yaşayıp yaşamadığı ya da ek bir finansmana gerek duyup duymadığını ortaya koymak adına önem arz etmektedir. Sektör ortalamalarına göre nakit dönüşüm süresi 18,22 gün ile 22,98 gün arasında gerçekleşmiştir. Zincir marketlerin alt sektör ortalamaları ve ICT teçhizatı alt sektör ortalamalarının sektör ortalamasının çok altında kaldığı dikkat çekmektedir. Özellikle ICT sektöründe NDS, negatiftir.

Giyim mağazacılık sektöründe NDS, genel sektör ortalamasının çok üstündedir. Zincir marketlerde GMTAS ve KIMMIR, alt sektör ortalamasının çok üstünde NDS gerçekleştirmiştir. Diğer şirketlerde NDS, alt ortalamasının önemli derecede altında olup; en düşük NDS, MIGROS, CRFSA ve SOKM şirketlerindedir. Akaryakıt ticaret sektöründe, MEPET alt sektör ortalamasının altında NDS gerçekleştirirken; CASA'nınki yüksek bir orandır. TKNSA şirketinin NDS'si, alt sektör ortalamasının oldukça altındadır. Giyim mağazacılık sektöründe, SUWEN ve VAKKO'nun NDS'si, ortalamanın üstündeyken MAVİ'nin ortalamasının altındadır.

İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Kısa Vadeli Yükümlülükler Oranı (İFNAKYO) sektör ortalaması 0,08-0,25 aralığında gerçekleşmiştir. Tüm alt sektörlerin ortalaması genel olarak ortalamanın üstünde ve birbirine yakın oranlardır. Zincir marketlerde İFNAKYO, BIZIM ve CRFSA 2020 ve 2021 yılında; GMTAS 2018 ve 2020; KIMMIR 2021 yılında alt sektör ortalamasının altındadır. Bunun dışındaki yıllarda ve diğer şirketler tüm yıllarda ortalamanın üstündedir. En yüksek İFNAKYO'yu, BIMAS ve SOKM gerçekleştirmiştir. Akaryakıt ticaret sektöründeki şirketlerin İFNAKYO'su genel olarak ortalamasının altındadır. MEPET, CASA'dan daha yüksektir. TKNSA sadece 2021 yılında alt sektör ortalamasının üstüne çıkmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe şirketler alt sektörü ortalamasının üstündedir. Sadece VAKKO, 2020 yılında alt sektör ortalamasının altında İFNAKYO'ya sahiptir. 2020 yılından sonra VAKKO en yüksek İFNAKYO gerçekleştiren şirket olmuştur. Ayrıca MIPAZ şirketinin oranları -0,14 ile -0,59 arasında çok düşük düzeyde olduğu dikkat çekmektedir.

3.4. Karlılık Analizi

Karlılık analizinde, ROA, ROE, BKM, EFKM ve NKM oranları analiz edilmiştir.

Tablo 11: Perakende Ticaret Sektörü Karlılık Analizi

Oran	Şirket	Yıl				
		2018	2019	2020	2021	2022
Aktif Karlılık Oranı	BIMAS	15,66	10,29	13,62	10,89	17,16
	BIZIM	2,79	3,34	2,87	4,50	9,05
	CRFSA	-0,39	-10,82	-7,35	-9,06	-2,96
	GMTAS	1,03	5,47	11,12	14,25	25,99
	KIMMIR	-6,92	3,09	2,73	2,66	4,29
	MIPAZ	104,68	18,58	10,07	34,99	-4,95
	MGROS	-7,89	-3,73	-2,76	2,14	9,43
	SOKM	2	-6	4	3	16
	Alt Sektör Ortalaması	0	-1	4	4	
	CASA	-5,08	12,60	4,22	13,85	14,47
	MEPET	-4,16	-0,63	-4,07	12,91	3,38
	Alt Sektör Ortalaması	0	1	-2	8	
	TKNSA	-8,69	-13,08	4,91	5,30	11,29
	Alt Sektör Ortalaması	9	3	6	5	
	MAVİ	7,57	5,78	0,20	11,77	22,60
SUWEN		0,05	1,10	20,33	34,52	
VAKKO	8,68	8,79	1,12	15,95	39,96	
Alt Sektör Ortalaması	2	6	1	10		
Sektör Ortalaması	1	1	1	5		
Özkaynak Karlılığı	BIMAS	38,65	31,61	45,68	39,68	49,73
	BIZIM	18,85	24,95	25,98	44,61	78,80
	CRFSA	-18,87				
	GMTAS	1,10	5,84	12,06	15,86	30,19
	KIMMIR	-18,22	8,75	8,53	6,55	9,70
	MIPAZ	114,30	21,92	11,65	41,84	-6,35
	MGROS	-79,45	-93,53	-210,13	126,56	112,20
	SOKM		-290	3,03	53	136
	Alt Sektör Ortalaması	0	4	-5	15	
	CASA	-10,72	22,93	8,65	23,50	20,08
	MEPET	-7,81	-1,22	-8,17	23,54	5,47
	Alt Sektör Ortalaması	0	4	-9	17	
	TKNSA				339,54	104,55
	Alt Sektör Ortalaması	37	18	38	20	
	MAVİ	31,37	23,89	0,94	49,31	77,68
SUWEN			19,73	115,24	87,10	
VAKKO	24,03	28,33	3,76	48,71	89,85	
Alt Sektör Ortalaması	6	17	3	24		
Sektör Ortalaması	2	5	5	18		

Brüt Kar Marjı	BIMAS	17,66	17,37	18,23	19,04	18,13
	BIZIM	10,99	11,40	10,85	12,31	14,35
	CRFSA	26,55	27,22	26,69	27,51	25,00
	GMTAS	18,73	18,77	16,61	21,85	21,35
	KIMMIR	27,39	25,77	22,91	26,72	24,51
	MIPAZ	43,23	12,00	-7,38		-38,67
	MGROS	26,07	26,76	23,52	24,14	23,89
	SOKM	24	23	24	23	24
	Alt Sektör Ortalaması	16	17	17	25	
	CASA	-0,53	100,00	11,23	7,78	10,72
	MEPET	3,70	5,72	4,57	6,88	5,11
	Alt Sektör Ortalaması	12	11	11	3	
	TKNSA	18,57	17,27	16,60	16,85	16,65
	Alt Sektör Ortalaması	21	18	16	17	
	MAVİ	51,34	49,06	48,30	51,34	52,89
SUWEN		62,99	61,87	59,75	61,29	
VAKKO	53,53	52,29	51,00	57,52	65,59	
Alt Sektör Ortalaması	34	33	22	24		
Sektör Ortalaması	22	22	20	15		
Esas Faaliyet Kar Marjı	BIMAS	4,73	5,14	6,66	6,75	6,28
	BIZIM	3,26	4,25	3,28	4,26	4,68
	CRFSA	-0,66	3,23	3,83	4,84	5,07
	GMTAS	-0,25	5,68	6,21	12,35	13,40
	KIMMIR	7,65	5,88	6,08	8,95	6,01
	MIPAZ	-14,05	-153,01	-2.671,59		-66,32
	MGROS	4,53	5,90	4,80	5,48	6,43
	SOKM	3,56	5,43	6,56	6,29	6,11
	Alt Sektör Ortalaması	4	6	5	12	
	CASA	-819,30	-4.134,85	10,47	6,31	8,63
	MEPET	1,91	4,70	3,30	5,88	4,48
	Alt Sektör Ortalaması	5	4	5	2	
	TKNSA	3,53	4,24	6,27	7,16	7,06
	Alt Sektör Ortalaması	5	4	5	5	
	MAVİ	12,55	12,56	3,04	14,25	18,67
SUWEN		12,24	9,08	19,38	23,94	
VAKKO	10,83	15,05	4,23	18,65	31,44	
Alt Sektör Ortalaması	8	10	5	11		
Sektör Ortalaması	4	5	5	5		

Net Kar Marjı (Yıllık)	BIMAS	3,87	3,05	4,70	4,15	5,52
	BIZIM	0,58	0,73	0,71	1,15	1,98
	CRFSA	-0,22	-5,37	-3,84	-4,60	-0,97
	GMTAS	2,42	7,62	12,25	14,10	25,63
	KIMMİR	-4,38	1,89	1,54	1,57	2,14
	MIPAZ	13.171,28	4.111,36	38.044,86		-89,14
	MGROS	-4,46	-2,02	-1,40	0,99	3,45
	SOKM	1	-2	1	1	4
	Alt Sektör Ortalaması	0	0	2	2	
	CASA	-4.338,30	8.095,70	3,05	4,14	5,85
	MEPET	-2,90	-0,45	-3,97	11,01	1,41
	Alt Sektör Ortalaması	0	1	-2	3	
	TKNSA	-1,86	-3,59	1,52	1,75	3,01
	Alt Sektör Ortalaması	3	1	2	4	
	MAVİ	3,89	3,31	0,19	8,67	13,59
	SUWEN		0,05	0,99	11,93	18,00
	VAKKO	6,52	6,55	1,36	13,14	25,51
	Alt Sektör Ortalaması	2	5	1	7	
	Sektör Ortalaması	0	1	1	3	

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur

Aktif karlılık oranının (ROA) sektör ortalaması 2018, 2019 ve 2020 yılında %1 seviyesinde iken 2021 yılında %5 düzeyine çıkmıştır. ICT teçhizatı ve giyim mağazacılık alt sektörlerinin ortalamaları sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Zincir marketlerde CRFSA, KIMMİR ve MIGROS'un ROA'sı alt sektör ortalamasının altındadır. BIMAS, en yüksek ROA'yı gerçekleştirmiştir. Akaryakıt ticaret sektöründe CASA, alt sektör ortalamasının üstünde ve MEPET'ten daha yüksek ROA gerçekleştirmiştir. TKNSA şirketinin ROA'sı, 2018 ve 2019 yılında negatif iken 2020'den itibaren artarak devam etmiş ve sektör ortalamasının üstüne çıkmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe ROA, tüm şirketlerde alt sektör ortalamasının üstündedir. En yüksek ROA'yı gerçekleştiren şirket VAKKO'dur. Özellikle giyim mağazaları alt sektör şirketlerinin 2022 performanslarının çok iyi düzeyde gerçekleştiği görülmektedir.

Özkaynak karlılığı (ROE) sektör ortalaması %2-%18 arasında gerçekleşmiş olup artan bir eğilimde olduğu söylenebilir. Alt sektör ortalamaları, sektör ortalamaları ile karşılaştırıldığında sadece zincir marketlerin alt sektör ortalamasının 2018 ve 2019 yıllarında çok düşük düzeyde gerçekleştiği, 2020 ve 2021 yıllarında ise artan bir eğilimle sıçrama yaptığı görülmektedir. Zincir marketlerde MIGROS'un ROE'si 2018, 2019 ve 2020 yılında alt sektör ortalamasının çok altında ve negatif; SOKM, 2018 yılında negatif özkaynaklara sahip ve 2019 yılında sektördeki en düşük ve negatif ROE'ye sahip olan şirkettir. KIMMİR da, 2020 yılında alt sektör ortalamasının altındadır. CRFSA'nın özkaynakları negatif olduğu için ROE'si hesaplanmamıştır. En yüksek ROE, BIMAS ve BIZIM olmasına rağmen 2021 ve 2022 yılında MIGROS'un ROE'si çok ciddi artarak bu şirketlerin açık ara önüne geçmiştir. Akaryakıt ticaret sektöründe CASA ortalamasının üstünde ve MEPET'ten yüksek ROE gerçekleştirmiştir. MEPET'in, 2020'den

önce sektör ortalamasının altında ROE'si olduğu görülmektedir. TKNSA şirketi 2021'den önce özkaynakları negatif olduğu için ROE'si hesaplanmamıştır. Ancak 2021 ve 2022 yılında dikkat çekecek bir artış olmuştur. Giyim mağazacılık sektöründeki şirketlerin de 2020 yılı hariç alt sektör ortalamalarının üzerinde performans gösterdiği ortaya çıkmıştır.

Brüt kar marjı (BKM) sektör ortalaması %22-%15 arasında ve azalış eğiliminde olduğu görülmektedir. Alt sektör ortalamalarında zincir marketlerin olduğu alt sektör hariç sektör ortalamalarına benzer şekilde azalış eğilimindedir. Zincir marketler ve giyim mağazacılık alt sektörlerinin BKM ortalaması genel sektör ortalamasının üstündedir. Zincir marketlerde BIMAS ve BIZIM'in BKM'si alt sektör ortalamasının altında ve en düşük kar marjlarının olduğu şirketlerdir. En yüksek BKM'si olan şirketler CRFSA, KIMMIR ve MIGROS'tur. Akaryakıt sektöründe, CASA alt sektör ortalamasının ve MEPET'in üstünde kar marjı vardır. TKNSA'nın BKM'si alt sektör ortalamalarına yakındır. Giyim mağazacılık sektöründe BKM, tüm şirketlerde ortalamasının üstündedir. En yüksek kar marjı olan şirket SUWEN'dir.

Esas faaliyet kar marjı (EFKM) sektör ortalaması yıllar itibari stabil bir biçimde %5 oranında olduğu görülmektedir. Sadece zincir marketler alt sektöründe EFKM ortalamaları artan bir eğilim içindedir. Zincir marketler alt sektöründe BIZIM ve CRFSA'nın alt sektör ortalamasının altında EFKM'si gerçekleştirirken diğer şirketlerde ortalamasının üstünde ve kar marjları birbirine yakındır. Akaryakıt ticaret sektöründe, 2019 yılından sonra CASA şirketinin EFKM'sinin MEPET'ten daha yüksek oranda arttığı görülmektedir. TKNSA'nın EFKM'si, sektör ortalamasına yakındır. Giyim mağazacılık sektöründe en yüksek EFKM, SUWEN olurken, bu şirketi VAKKO takip etmektedir.

Net kar marjı (NKM), sektör ortalaması yıllar itibari ile artış eğiliminde olduğu söylenebilir. Zincir market alt sektör ortalaması 2018 ve 2019 yıllarında %0 iken, 2020 ve 2021 yılları için %2 oranında gerçekleşmiştir. Bu alt sektörde faaliyet gösteren şirketlerden BIMAS ve GMTAS'ın sektör ortalamasının üzerinde bir performans gösterdiği söylenebilir. En düşük performans CRFSA ve MIGROS'tur. Şirketlerin faaliyetleri zararlı sonuçlanmıştır. Akaryakıt ticaretinde MEPET'in, 2021 yılında önce NKM'si negatif ve sektör ortalamasının altındadır. 2021'den sonra kar marjı artmış ancak CASA'nın gerisinde kalmıştır. TKNSA, 2018 ve 2019 yılında NKM negatiftir ve sektör ortalamasının altındadır. 2020 yılından itibaren kar marjı artış gösterse de sektör ortalamasının altında kalmıştır. Giyim mağazacılık sektöründe NKM'si en yüksek olan şirket VAKKO'dur. MAVI ve SUWEN'in 2019 ve 2020 yılında sektör ortalamasının altında NKM'si ortaya çıkarken, 2021 yılından itibaren NKM artarak devam etmiş; SUWEN'nin NKM'si MAVI'den daha fazla artış göstermiştir.

4. Sonuç ve Öneriler

Çalışmada perakende ticaret sektörü, NACE kodlarına göre dört alt sektör olarak sınıflandırılmış ve analiz edilmiştir. Belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalardaki perakende ticaret kapsamındaki şirketler, genel olarak zincir marketleri; belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda otomotiv yakıtının perakende ticareti kapsamındaki şirketler, akaryakıt ticareti; belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda bilgi ve iletişim teknolojisi (ICT) teçhizatının perakende ticareti kapsamındaki şirketlerin ICT şirketlerini ve belirli bir mala tahsis edilmiş mağazalarda diğer malların perakende ticareti kapsamındaki şirketler, giyim mağazacılık şirketlerini kapsamaktadır. Zincir marketler kapsamında sınıflandırılan MIPAZ ve GMTAS şirketlerinin faaliyet alanları diğer şirketlerden farklıdır. Ancak NACE koduna göre belirli bir mala tahsis edilmemiş mağazalardaki perakende ticaret kapsamındaki şirketlerde yer aldığından dolayı bu alt sektörde sınıflandırılmıştır.

Zincir marketlerin analiz sonucu değerlendirildiğinde, en dikkat çeken durum sektörün negatif çalışma sermayesi ile faaliyetlerini devam ettirmesidir. SOKM, CRFSA ve MIGROS şirketlerinin CO'su alt sektör ortalamasının altındadır ve net çalışma sermaye noksanlığı vardır. Bu durum LO'nun önemli derecede yetersizliği ile devam etmektedir. Şirketlerin yüksek oranda stok bağımlılığı söz konusudur. Ancak CRFSA ve MIGROS'un NO'su ortalamanın üstündedir ve gereğinden fazla nakit ve benzeri varlık bulundururken SOKM'nin NO'su çok düşük düzeydedir. Bu durumun net çalışma sermayesinin negatif olmasından kaynaklandığı söylenebilir. Likidite yapısı en kötü olan bu üç şirket karşılaştırıldığında, ADH'nin bulunduğu sektörde en yüksek olduğu, SDH'nin de CRFSA ve MIGROS şirketinde tam tersine diğer şirketlerden düşük olduğu, SOKM'nin SDH'nin ADH'de olduğu gibi yüksek düzeydedir. Bunlara ek olarak NDS, ortalamanın altında olup etkin olduğu söylenebilir. İFNAKVYO'da CRFSA'nın yetersizliği görülmektedir. Finansal yapı oranları incelendiğinde en fazla finansal riski olan şirket CRFSA'dır. Çünkü 2019, 2021 ve 2022 yıllarında özkaynakları negatiftir ve FGK'da sorun yaşamaktadır. MIGROS 2022 yılında finansal yapısını düzeltmeye başlamıştır. CRFSA'nın BKM'si dışında tüm karlılık oranları oldukça düşük düzeydedir. Özellikle ROA ve ROE negatiftir. Bu değerlendirmeye göre bu grupta performansı en düşük ve riskli olan şirketin CRFSA olduğu göze çarpmaktadır. Zincir marketlerdeki finansal riski en düşük ve performansı en yüksek olan şirket ise BIMAS'tır. Nitekim BIMAS global bazda ilk 250 perakende şirket arasında yer almaktadır.

Akaryakıt ticaret sektörünün analiz sonucu değerlendirildiğinde, likidite yapısı en iyi olan şirket CASA'dır. CASA ortalamanın oldukça üstünde CO'ya sahipken, MEPET ortalamanın altında ve negatif çalışma sermayesine sahiptir. Şirketlerin NO'su ortalamanın altındadır ve çok düşüktür. Diğer bir ifadeyle kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada nakit ve nakit benzeri varlıkları yetersizdir. Şirketlerin nakit tutma eğiliminde olmadıkları söylenebilir. MEPET şirketinin ATS, SKS ve NDS'nin CASA'dan daha etkin olmasına rağmen bu sonuçların karlılığa etkisi CASA'dan daha düşük düzeydedir. Ayrıca, CASA şirketinin son dönemlerde finansman giderlerinin olmadığı ve kaldıraç oranının da düşük olması şirketin finansal riskini düşürmektedir.

ICT sektöründe yer alan TKNSA şirketi kısaca 2018, 2019 ve 2020 yıllarında negatif çalışma sermayesine sahip ve likidite yetersizliği vardır. ATS ve NDS'nin etkin olmasına rağmen, SDH düşüktür. Şirket finansman giderlerini karşılamada sorun yaşamakta, finansal risk taşımaktadır. EFKM, ortalamanın üstünde olmasına rağmen NKM düşüktür. ICT sektöründe yer alan TKNSA şirketinin finansal yapısını ve performansını 2021 ve 2022 yıllarında iyileştirdiği görülmektedir.

Giyim mağazacılık sektöründe, 2020 yılında COVID-19 döneminin genel olarak şirketlerin tüm oranlarına olumsuz olarak yansıdığı söylenebilir. 2021 ve 2022 yıllarında şirketlerin finansal yapısı daha iyiye doğru bir eğilim göstermiştir. Şirketler açısından değerlendirildiğinde, likidite oranları genel olarak sektör ortalamasının altında olup, MAVİ şirketinin likidite ve faaliyet oranları daha etkin iken, VAKKO şirketinin de karlılık oranlarının diğer şirketlerden daha yüksek olduğu söylenebilir. Şirketlerin FKO'su ortalamanın üstünde olmasına rağmen, özellikle 2021 ve 2022 yılında finansman giderlerini karşılama gücünün yüksek olduğu görülmektedir.

Perakende sektörünün analizinin sonucunda en göze çarpan bulgu, MIPAZ şirketine aittir. Oranların çoğunluğunda olağandışı olarak ifade edilebilecek sonuçlar ortaya çıkmış ve sektör ortalamalarından ciddi sapmalar göstermektedir. Bu da şirketin faaliyetlerinin gayrimenkul pazarlama ve motosiklet satış ticaretine yoğunlaşmasından kaynaklanabilir. Bu nedenle şirketin perakende sektör içerisinde yer alıp almaması gerektiğiyle bir soru işareti oluşturmuştur.

KAYNAKLAR

- Avrupa Komisyonu, (n.d.). List of NACE codes. https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/index/nace_all.html
- Capital. (2019). <https://www.capital.com.tr/listeler/capital-500?industry=Perakende>
- Coface, (2023). Retail, <https://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Retail>
- Deloitte, (2022a). 2022 Global Powers of Retailing, <https://www.deloitte.com/content/dam/assets-shared/legacy/docs/analysis/2022/gx-global-powers-of-retailing-2022.pdf>
- Deloitte, (2022b). 2022 Perakende Sektörünün Küresel Güçleri, <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/consumer-business/articles/global-powers-of-retailing-2022.html>
- Deloitte, (2023). Global Powers of Retailing 2023, <https://www.deloitte.com/content/dam/assets-shared/legacy/docs/analysis/2022/gx-global-powers-of-retailing-v9.pdf>
- Kenton, W., (2023). Retail Sales: Definition, Measurement, as an Economic Indicator, <https://www.investopedia.com/terms/r/retail-sales.asp>
- KGK, (2023). Bağımsız Denetime Tabi Sektör Verileri, <https://www.kgk.gov.tr/sektorverileri#>
- Statista, (2023). Retail market worldwide - Statistics & Facts, <https://www.statista.com/topics/5922/retail-market-worldwide/#topicOverview>
- TÜİK, (2023). Yıllık Gayrisafi Yurt İçi Hasıla, 2022, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yillik-Gayrisafi-Yurt-Ici-Hasila-2022-49742>

Borsa İstanbul'da Finansal Analiz Uygulamaları

Sektörler Bazında İncelemeler-I

Editörler

Doç. Dr. Yunus Kılıç

Doç. Dr. Mehmet Fatih Buğan

Prof. Dr. Ali Bayraktaroğlu

 ÖZGÜR
YAYINLARI

